UNIVERZITET SINGIDUNUM
BEOGRAD
DEPARTMAN POSLEDIPLOMSKIH STUDIJA

DOKTORSKA DISERTACIJA

Merdžeri i akvizicije u evropskom bankarstvu

MENTOR
Prof. dr Milovan Stanišić

KANDIDAT
mr Sandra Mašić

BEOGRAD, 2009. godina

Mentor: prof. dr Milovan Stanišić
Redovni profesor Univerziteta Singidunum u Beogradu

Članovi komisije:

Prof. dr Milutin Ćirović
Redovni profesor Ekonomskog fakulteta Beogradskog univerziteta

Prof. dr Zoran Jeremić
Vanredni profesor Univerziteta Singidunum u Beogradu

Kratak sadržaj: Struktura finansijskog sistema prolazi već nekoliko decenija kroz značajne promene. Te promene se ogledaju u izmenjenom značaju pojedinih tipova finansijskih institucija, integrisanju raznih grupa finansijskih aktivnosti na nivou kompleksnih finansijskih institucija, kao i rasta veličine i opsega njihovog delovanja. U kontekstu restrukturiranja finansijskog sektora dolazi do snažne primene merdžera i akvizije banaka kao i drugih finansijskih institucija. Zamah merdžera i akvizija bankarskih institucija u razvijenim zemljama Evropske unije ocenjen je kao sastavni deo globalnih procesa prekompozicije i ukrupnjavanja banaka, ali takođe kao rezultat stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta koje je podstaknuto uvođenjem evra kao jedinstvene valute. Povećavanje konkurentnosti na realnom i finansijskom sektoru je osnova za jačanje merdžera i akvizicija banaka u cilju povećavanja efikasnosti i profitabilnosti poslovanja u kontekstu globalizacije.

Dok su merdžeri i akvizije banaka u razvijenim zemljama Evropske unije značili transfer vlasničkih prava između akcionarskih grupa privatnih vlasnika, dotle je u tranzicionim zemljama došlo do akvizicija ranije državnih banaka pretežno od strane banaka iz razvijenih zemalja Evropske unije. Ekonomski aspekt ove tranzicije na bankarskom sektoru sastojao se u povećanju efikasnosti i profitabilnosti banaka, uvođenje savremene finansijske tehnologije i savremenih metoda upravljanja rizicima.

Da bi merdžeri i akvizicije banaka bili uspešno realizovani, neophodno je adekvatno projektovanje i evaluacija merdžera i akvizicija, kao i primena adekvatne strategije postakvizicione integracije.

Ključne reči: banke**,** merdžeri, akvizicije, konsolidacije, evaluacije projekata, postakviziciona strategija.

Abstract: Structure of the financial system has been undergoing significant changes for several decades. These changes are reflected in changed significance of some financial institutions types, integration of different groups of financial activities at the level of complex financial institutions, and enlarged scale and scope of their activities. Powerful usage of bank and other financial institutions mergers and acquisitions occurs in the context of financial sector restructuring. Huge rise in the number of mergers and acquisitions of banking institutions in developed EU countries has been considered as an integral part of global processes such as bank re-composition and bank expansion, but also as a result of creating single financial market initiated by launching euro as single currency. Increase in competitiveness in the real and financial sector is fundamental for strengthening bank mergers and acquisitions aimed to increase business efficiency and profitability in the context of globalization.

While bank mergers and acquisitions in developed EU countries signified proprietary rights transfer between shareholder groups of private owners, in transition countries, on the other hand, there were usually acquisitions of former state-owned banks mostly by foreign banks from developed EU countries. The economic aspect of banking sector in transition consists of the increased efficiency and profitability of banks, contemporary financial technology implementation and modern methods for risk management.

In order for the mergers and acquisitions to be successfully completed, suitable projection and evaluation of mergers and acquisitions, and implementation of appropriate post-acquisition integration strategy would necessarily need to be carried out.

Key words: banks, mergers, acquisitions, consolidations, project evaluations, post-acquisition strategies.

SADRŽAJ

UVOD **11**

GLAVA 1: INSTITUCIONALNE I ANALITIČKE OSNOVE **17**
1.1. Promene u finansijskoj strukturi 18
1.1.1. Marketizacija 19
1.1.2. Konsolidacija i koncentracija u bankarstvu 20
1.2. Faktori novih trendova 21
1.2.1. Deregulacija 21
1.2.2. Informaciona tehnologija 22
1.2.3. Globalizacija 24
1.3. Konkurentska pozicija banaka 25
1.4. Definisanje i karakteristike merdžera i akvizicija 27
1.5. Konsolidacija na evropskom sektoru finansijskih usluga 31
1.5.1. Pregled M&A aktivnosti na bankarskim sektorima EU 32
1.5.2. Pregled M&A aktivnosti na bankarskim sektorima zemalja u razvoju 35
1.6. Aktivnost M&A transakcija u vreme globalne finansijske krize 36

GLAVA 2: DETERMINANTE MERDŽERA I AKVIZICIJA **43**
2.1. Analitička osnova 44
2.2. Tržišna ekspanzija 46
2.3. Ekonomija obima 48
2.4. Ekonomija okvira 51
2.5. Ostale determinante 53
2.5.1. X-efikasnost 53
2.5.2. Tržišna snaga 54
2.5.3. Hubris hipoteza 54
2.5.4. Vlasničko preuzimanje nedovoljno efikasnih banaka 55
2.6. Empirijska istraživanja 55
2.7. Determinante strukture evropskog bankarskog sistema 57
2.8. Determinante merdžera i akvizicija u zemljama Centralne i Istočne Evrope 61

GLAVA 3: EFEKTI NA KONKURENCIJU BANAKA **65**
3.1. Trend konsolidacije na evropskom bankarskom sektoru 67
3.2. Indikatori tržišne strukture 68
3.2.1. Herfindahl-Hirschman Indeks (HHI) 69
3.2.2. Pokazatelj koncentracije 73
3.3. Teorijska osnova konkurentnosti banaka 73
3.3.1. Strukturalni pristup merenju konkurentnosti bankarskog sektora 74
3.3.2. Nestrukturalni pristupi merenju konkurentnosti bankarskog sektora 76
3.4. Konkurentnost na evropskom bankarskom sektoru 78
3.5. Konkurentnost na bankarskim sektorima zemalja Centralne i Istočne Evrope 89

3.6. Uticaj merdžera na tržišnu snagu i perspektivnu tržišnu strukturu 92
3.7. Kontrola merdžera i akvizicija na sektoru bankarstva 94
3.7.1. Antimonopolska politka 94
3.7.2. Kontrola merdžera i akvizicija 95

GLAVA 4: EFEKTI NA PERFORMANSE BANAKA 98
4.1. Uvodna razmatranja 99
4.2. Metodološki okvir 101
4.2.1. Model VBM 101
4.2.2. Operativne performanse 103
4.2.3. Analiza prinosa 105
4.3. Faktori profitabilnosti banaka 108
4.4. Balanced Scorecard model merenja performansi 109
4.5. Sinteza empirijskih istraživanja 114
4.6. Nacionalne vs. prekogranične M&A transakcije 119
4.7. Efekti M&A na performanse banaka u zemljama Centralne i Istočne Evrope 123

GLAVA 5: EVALUACIJA PROJEKATA MERDŽERA I AKVIZICIJA 127
5.1. Stvaranje vrednosti putem merdžera i akvizicija 128
5.2. Koncept sinergije 132
5.3. Okvir sinergetske analize 132
5.4. Vrednovanje kombinovanog entiteta nakon M&A transakcije 134
5.5. Evaluacija banaka: analitičke metode 135
5.6. Prinosni pristup 136
5.6.1. Višestruki scenariji 139
5.6.2. Primena u zemljama u razvoju 140
5.7. Komparativni pristup 141
5.7.1. Metod uporedivih kompanija 142
5.7.2. Metod uporedivih transakcija 143
5.8. Tržišni pristup 144
5.8.1. P/B vrednost (price-to-book value) 144
5.8.2. P/E metoda (price/earnings per share) 144
5.8.3. Ostali metodi 145

GLAVA 6: PROJEKTOVANJE MERDŽERA I AKVIZICIJA 146
6.1. Planiranje procesa merdžera i akvizicija 147
6.2. Proces i faze akvizicije 150
6.3. Strategijska faza 152
6.3.1. Opšti strategijski plan 152
6.3.2. Plan merdžera ili/i akvizicije 152
6.3.3. Kriterijumi za izbor kandidata za merdžere ili akvizicije 155
6.4. Faza ispitivanja i pregovaranja 156
6.4.1. Strategija pregovaranja 156
6.4.2. Pregovaračke aktivnosti 157
6.4.3. Due diligence 157
6.4.4. Pismo o namerama 158

6.5. Faza finalizacije i integracije 158
6.5.1. Finalni dogovor 158
6.5.2. Odobrenje akcionara i regulatornih tela 158
6.5.3. Finalni pregled transakcije 159
6.5.4. Finalizacija transakcije 159
6.5.5. Integracija 159
6.6. Specifičnosti projektovanja privatizacionih akvizicija 160
6.7. Metode finansiranja akvizicija 161
6.7.1. Fiksni broj akcija ili fiksna vrednost? 163
6.7.2. Procene kompanije akvizatora 164
6.7.3. Procene ciljne kompanije 165

GLAVA 7: POSTAKVIZICIONA INTEGRACIJA 166
7.1. Osnovni koncept postakvizicione integracije 167
7.2. Proces postakvizicione integracije 169
7.3. Uloga integracionog menadžera 176
7.4. Reinženjering poslovnih procesa 179
7.5. Studije slučajeva 181
7.5.1. Merdžer Union Bank of Switzerland i Swiss Bank Corporation 181
7.5.2. Postakviziciona integracija Bank Austria/Creditanstalt 184
7.6. Principi uspešnih integracija 186

GLAVA 8: REGULACIJA I SUPERVIZIJA PREKOGRANIČNIH BANAKA 187
8.1. Prekogranični merdžeri i akvizicije evropskih banaka 188
8.1.1. Integracija evropskih finansijskih tržišta 188
8.1.2. Stanje fakata 189
8.2. Trend internacionalizacije na bankarskom sektoru 192
8.2.1. Uvodna objašnjenja 192
8.2.2. Generalni faktori 193
8.2.3. Trend internacionalizacije na tržištima Centralne i Istočne Evrope 195
8.3. Finansijska regulacija i supervizija u Evropskoj uniji 196
8.3.1. Generalna osnova 196
8.3.2. Struktura finansijske supervizije u EU 198
8.3.3. Prekogranični finansijski konglomerati 199
8.3.4. Aranžmani Bazelskog komiteta 200
8.4. Regulatorni izazovi za prekogranično bankarstvo 201

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA 204

LITERATURA 213

Tabele, slike i grafikoni

Naziv tabele	Predstavljeno	Strana
Tabela 1-1.	Okončane M&A transakcije koje su uključivale evropske banke u periodu 2000-2005. godine	32
Tabela 1-2.	Pet najvećih banaka akvizatora (po vrednosti transakcija) u istočnoevropskim zemljama, u periodu od 1996-2005. godine	36
Tabela 1-3.	Top 20 transakcija u 2008. godini za evropski finansijski sektor	38
Tabela 2-1.	Glavni motivi i mogućnosti realizacije četiri tipa M&A	56
Tabela 2-2.	Deset najkrupnijih prekograničnih transakcija u Zapadnoj Evropi u periodu od 1996-2005.	59
Tabela 2-3.	Indikatori performansi prema veličini banaka (prosek za period 1997-1999.)	62
Tabela 3-1.	Primeri tržišta pre i posle merdžera	72
Tabela 3-2.	Broj banaka: bankarski sistem, 1984-1997.	78
Tabela 3-3.	Koncentracija na evropskim bankarskim sektorima, 1997.	79
Tabela 3-4.	Neto kamatne marže, 1984-1997. (%)	80
Tabela 3-5.	Cost-to-income pokazatelji, 1984-1997. (%)	81
Tabela 3-6.	Prinos na kapital, 1984-1997. (%)	81
Tabela 3-7.	Broj kreditnih institucija	82
Tabela 3-8.	Mere koncentracije	84
Tabela 3-9.	H-statistika za posmatrane zemlje u 1997. godini	87
Tabela 3-10.	H-statistika za posmatrane zemlje, 2000. godina	88
Tabela 3-11.	Broj banaka i koncentracija na odabranim bankarskim sektorima zemalja u razvoju	90
Tabela 3-12.	H-statistika za bankarske sektore zemalja CEE, period 1993-2000.	91
Tabela 3-13.	Tržišna koncentracija globalnog korporativnog bankarstva i investicionog bankarstva	93
Tabela 4-1.	Tokovi formiranja profita banke	103
Tabela 4-2.	Formiranje tokova profitabilnosti banke	104
Tabela 4-3.	Sinergije najavljene kod M&A transakcija u EU	115
Tabela 4-4.	Desktriptivna statistika finansijskih pokazatelja kompanije akvizatora i ciljnih kompanija	116
Tabela 4-5.	Indikatori bilansa stanja i uspeha banaka koje su izvršile M&A	117
Tabela 4-6.	Poređenje prosečne vrednosti pokazatelja ROE pre i posle transakcije u %	118
Tabela 4-7.	Prekogranični i nacionalni merdžeri: deskriptivna statistika veličine i drugih finansijskih pokazatelja akvizatora i ciljne banke	119
Tabela 5-1.	Stvaranje vrednosti kod M&A (u $ miliona)	129
Tabela 5-2.	Uticaj promene pretpostavki na terminalnu vrednost od $1 milion	138
Tabela 5-3.	Vrednovanje ciljne banke koristeći metod uporedivih kompanija	142
Tabela 6-1.	Metodi plaćanja kod evropskih M&A transakcija (izuzev UK) od 1990. do 2002. godine	162
Tabela 6-2.	Distribucija rizika između akvizatora i ciljne kompanije	163

Tabela 7-1.	Banka Austria i Creditanstalt	184
Tabela 8-1.	M&A na finansijskom sektoru	189
Tabela 8-2.	Prekogranični M&A na finansijskom sektoru (procenti)	190
Tabela 8-3.	Strano vlasništvo u novopridruženim zemljama članicama EU (2005. godina)	192
Tabela 8-4.	Stavovi home i host sistema pogledu podrške u slučaju finansijske krize u prekograničnoj banci	202

Naziv slike	**Predstavljeno**	**Strana**
Slika 2-1A.	Strategijsko pozicioniranje	46
Slika 2-1B.	Veze podstaknute klijentima	47
Slika 2-1C.	Veze podstaknute proizvodima i uslugama	47
Slika 2-1D.	Geografska povezanost	48
Slika 2-2.	Odnos pokazatelja cost-to-income kod EU banaka i banaka u Istočnoj Evropi, za 2001. godinu	63
Slika 4-1.	Četiri ključna elementa kreiranja akcionarske vrednosti	102
Slika 4-2.	Tokovi formiranja profitabilnosti banke	108
Slika 4-3.	Prevođenje vizije i strategije u četiri perspektive	111
Slika 4-4.	Strategija rasta organizovana u vidu BSC modela	113
Slika 5-1.	Koja je prava vrednost akvizicije?	130
Slika 5-2.	Vrednovanje kombinovanog entiteta	135
Slika 6-1.	Proces kreiranja korenite promene u osam faza	148
Slika 6-2.	Pripajanje i konkurentska prednost	155
Slika 6-3.	Perspektiva procesa privatizacione akvizicije	160
Slika 7-1.	McKinsey 7-S model	168
Slika 7-2.	Organizacione strukture multifunkcionalnih finansijskih kompanija	171
Slika 7-3.	Nivoi kulture	174
Slika 7-4.	Faze procesa postakvizicione integracije	183
Slika 7-5.	Istorija merdžera Bank Austria	184
Slika 7-6.	Eksploatacija sinergetskih efekata putem integracije	185

Naziv grafikona	**Predstavljeno**	**Strana**
Grafikon 1-1.	Evropska M&A aktivnost po sektorima, u 2007. godini	33
Grafikon 1-2.	Broj kreditnih institucija	33
Grafikon 1-3.	Bankarski M&A: Broj transakcija	34
Grafikon 1-4.	Bankarski M&A: Vrednost transakcija	34
Grafikon 1-5.	Vrednost prekogranične M&A aktivnosti zapadnoevropskih banaka usmerene na zemlje Istočne Evrope u periodu od 1996-2005.	35
Grafikon 1-6.	Podela aktivnosti između nacionalnih i prekograničnih transakcija (vrednost u €bn)	39

Grafikon 1-7.	Trendovi kod DVA	41
Grafikon 1-8.	Preplaćivanje	41
Grafikon 2-1.	Obim minimalne efikasnosti proizvodnje	49
Grafikon 2-2.	Vrednost M&A aktivnosti evropskih banaka u periodu 1996-2005. godine	58
Grafikon 2-3.	Strani prihodi kao procenat od ukupnih prihoda najvećih evropskih banaka, 2006. godina	60
Grafikon 3-1.	Vrednost M&A aktivnosti evropskih banaka u periodu 1996-2005. godine	67
Grafikon 3-2.	Teorijski odnos između koncentracije tržišta i tržišne snage	75
Grafikon 3-3.	SCP versus hipoteza efikasnosti	75
Grafikon 3-4.	Broj kreditnih institucija	83
Grafikon 3-5.	Neto kamatne marže (% od ukupne aktive)	85
Grafikon 3-6.	Pokazatelj cost-to-income	86
Grafikon 3-7.	Ukupni troškovi (% od ukupne aktive)	86
Grafikon 3-8.	Prinos na kapital (%)	88
Grafikon 3-9.	Nivoi koncentracije (HHI) i prinosa na uloženi kapital na različitim industrijskim granama, na globalnom nivou	92
Grafikon 3-10.	Razvoj na polju odgovornosti oko sagledavanja predloga merdžera u industrijskim zemljama	96
Grafikon 4-1.	Glavni pokazatelji za ciljne banke pre i posle akvizicije	124
Grafikon 6-1.	Dijagram toka akvizicionog procesa	151
Grafikon 7-1.	Dužina potrebnog vremena	177
Grafikon 8-1.	Stepen i trend prekograničnog bankarstva 15 zemalja, u periodu od 2000-2005. godine	191
Grafikon 8-2.	Geografska segmentacija banaka u 2005. godini	191
Grafikon 8-3.	Udeo filijala i podružnica stranih banaka u 2007. godini	196

Naziv primera	**Predstavljeno**	**Strana**
Primer 4-1.	Sedam karakteristika koje je moguće pronaći kod visoko efikasnih banaka	126
Primer 6-1 .	Pregled sadržaja akvizicionog plana	153

UVOD

Predmet, polazišta i ciljevi istraživanja
Značaj i aktuelnost istraživanja
Osnovne hipoteze od kojih će se poći u istraživanju
Teorijsko-metodološki okvir istraživanja
Opis sadržaja disertacije

Predmet, polazišta i ciljevi istraživanja

U savremenim tržišnim privredama dolazi do brzih promena u tržišnim strukturama na makro nivou i do potrebe da kompanije i finansijske institucije vrše stalna, a često i radikalna prilagođavanja kako bi zadržale ili poboljšale svoje performanse. Sve se to događa u kontekstu povećanja konkurencije usled delovanja snaga globalizacije.

Među najznačajnijim strategijama za restrukturiranje poslovanja kompanija i finansijskih institucija su merdžeri i akvizicije, kao oblici vlasničke transformacije u cilju poboljšanja performansi poslovanja putem promene poslovne strategije i organizacione strukture kao i česte promene poslovnog menadžmenta.

U ovoj disertaciji je razmotrena problematika merdžera i akvizicija na evropskim bankarskim sektorima. Jak zamah merdžera i akvizija bankarskih institucija u razvijenim zemljama Evropske unije ocenjen je kao sastavni deo globalnih procesa prekompozicije i ukrupnjavanja banaka, ali i kao rezultat stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta koje je podstaknuto uvođenjem evra kao jedinstvene valute. Istražene su razlike između determinanti i mehanizama merdžera i akvizicija u razvijenim evropskim zemljama i tranzicionim evropskim zemljama (bez obzira da li su nove članice EU ili su na putu da to postanu).

Glavna sadržina distertacije usmerena je na istraživanja determinanti i mehanizama merdžera i akvizicija banaka u oba dela evropskog bankarstva. Razmotrene su analitičke metode koje treba da dovedu do ocene da li je projekat merdžera ili akvizicije ekonomski prihvatljiv. Dalje su razmotreni efekti merdžera i akvizicija koji su ostvareni u dva pomenuta dela evropskih zemalja, što je povezano i sa post-akvizicionom strategijom. Najzad, u disertaciji su razmotreni problemi regulacije i supervizije banaka ukoliko se centrale tih banaka i njihove područnice i filijale nalaze u različitim zemljama.

U celini posmatrano, u ovoj disertaciji je razmotrena složena problematika merdžera i akvizicija banaka u evropskim zemljama, iskustva koja su do sada akumulisana, kao i teorijski stavovi iz ove problematike. Ta razmatranja bi mogla da budu korišćena u daljim procesima merdžera i akvizicija banaka u našoj zemlji, a možda i šire.

Značaj i aktuelnost istraživanja

Ciljevi istraživanja u doktoratu su:

- Sagledati glavne trendove globalnog bankarskog sektora danas, kao i benefite i razlike sa kojima se banke suočavaju pri sprovođenju programa merdžera i akvizicija, uz jasan pregled osnovnih pokretačkih snaga koje leže u osnovi njihovog rastućeg broja.

- Utvrditi stepen uspešnosti merdžera i akvizicija sprovedenih na bankarskim sektorima evropskih zemalja uz objašnjenje faktora koji su uticali na uspešnost/neuspešnost.

- Ukazati – putem korišćenja komparativne analize - na specifičnosti i razlike između merdžera i akvizicija banaka u razvijenim zemljama EU i evropskim tranzicionim zemljama.

- Ukazati na probleme i izazove merdžera i akvizicija na bankarskim sektorima evropskih zemalja.

Istraživanja u doktoratu treba da odgovore na pitanje eventualnih specifičnosti programa merdžera i akvizicija u bankarskim sektorima zemalja u tranziciji u odnosu na razvijen bankarski sistem zemalja Evropske unije. Rezultati navedenih istraživanja trebalo bi da pomognu bankama u Srbiji i u drugim tranzicionim zemljama da bolje sagledaju buduće programe merdžera i akvizicija, kao i načine njihove realizacije.

Osnovne hipoteze od kojih će se poći u istraživanju

- Postoje bitne razlike između merdžera i akvizicija na bankarskim sektorima razvijenih zemalja Evropske unije i evropskih zemalja u tranziciji.

- Performanse merdžera i akvizicija banaka često nisu u skladu sa projektovanim parametrima.

Teorijsko – metodološki okvir istraživanja

Cilj istraživanja u ovoj doktorskoj disertaciji je da se sagledaju bitne razlike između determinanti i mehanizama programa merdžera i akvizicija banaka u razvijenim zemljama Evropske unije i u tranzicionim evropskim zemljama. Polazeći od ovog cilja

disertacije, korišćena je komparativna metoda kod analize merdžera i akvizicija banaka u dva velika područja Evrope.

Istraživanja u ovoj disertaciji zasnovana su na postojećoj literaturi koja se odnosi na merdžere i akvizicije banaka u ova dva područja evropskog bankarstva, kao i na dostupnim statističkim podacima.

U disertaciji su korišćene savremene metode i tehnike naučno-istraživačkog rada, a posebno sledeće metode:

- Komparativna metoda analize
- Induktivne i deduktivne metode
- Standardne statističke metode
- Metod studije slučaja itd.

Opis sadržaja disertacije

Globalna struktura disertacije obuhvata:

UVOD

PRVI DEO: Institucionalne i analitičke osnove

DRUGI DEO: Determinante merdžera i akvizicija

TREĆI DEO: Efekti na konkurenciju banaka

ČETVRTI DEO: Efekti na performanse banaka

PETI DEO: Evaluacija projekata merdžera i akvizicija

ŠESTI DEO: Projektovanje merdžera i akvizicija

SEDMI DEO: Postakviziciona integracija

OSMI DEO: Regulacija i supervizija prekograničnih banaka

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

U uvodnom delu doktorske disertacije dati su predmet, polazišta i ciljevi istraživanja. Ukazano je na značaj i aktuelnost istraživanja, uz postavljanje osnovnih hipoteza od kojih se pošlo u istraživanju. Predstavljen je teorijsko – metodološki okvir istraživanja i dat je pregled sadržaja i strukture disertacije po poglavljima.

U prvom delu disertacije **„Institucionalne i analitičke osnove“** dat je pregled značajnih promena u strukturi finansijskog sistema u proteklih dve decenije. Stvaranje jedinstvenog evropskog tržišta, brz razvoj informacionih tehnologija, inovacije proizvoda i usluga na finansijskom sektoru, internacionalizacija bankarskih aktivnosti, fenomen disintermedijacije (urušavanje uloge banaka kao finansijskih posrednika), kao i pojačani pritisci stranih konkurenata – predstavljaju najznačajnije strukturalne karakteristike evropskog bankarskog sektora u posmatranoj fazi razvoja. Ukazano je na faktore novih trendova kao i na perspektive razvoja bankarstva na bazi tih trendova. U ovom delu su definisane osnovne karakteristike programa merdžera i akvizicija, koji su koncipirani kao radikalni programi transformacionih promena. U ovom delu disertacije, ukazano je na značaj aktivnosti sprovođenja strategije merdžera i akvizicija na evropskim bankarskim sektorima EU, kao i na bankarskim sektorima zemalja u razvoju. Takođe, dat je pregled aktivnost M&A do danas, uz nastojanje da se ukaže na perspektve sprovođenja merdžera i akvizicija u vreme globalne finansijske krize.

U drugom delu disertacije **„Determinante merdžera i akvizicija“** predstavljeni su osnovni motivi sprovođenja programa merdžera i akvizicija na evropskom bankarskom sektoru. Generalno, kompanije se odlučuju na sprovođenje akvizicije/merdžera kada ocene da je to profitabilan način uvećanja kapaciteta, sticanja novih znanja i veština, ulaska na nova proizvodna i geografska tržišta, realokacije sredstava u pravcu efikasnije vlasničke strukture/menadžmenta. Ove odluke predstavljaju deo šireg strateškog plana koji je usmeren na (re)pozicioniranje kompanije kako bi ostvarila svoje dugoročne ciljeve. U disertaciji su proučena osnovna empirijska istraživanja o determintama sprovođenja M&A, uz bliže sagledavanje onih motiva koji su uslovili nastanak aktuelne strukture evropskog bankarskog sektora. Ukazano je na specifične determinante sprovođenja merdžera i akvizicija u zemljama u razvoju, kao i na razlike koje postoje u odnosu na odgovarajuće determinante na razvijenim evropskim bankarskim sektorima.

U trećem delu doktorske disertacije **„Efekti na konkurenciju banaka“** predstavljena je problematika trenda konsolidovanja na evropskom bankarskom sektoru. U kontekstu pomenutih promena, regulatorne vlasti su aktualizirale pitanja korelacije koncentracije i konkurentnosti na bankarskim sektorima. Ovaj deo rada je usmeren na predstavljanje osnovnih indikatora tržišne strukture bankarskih sektora, te na teorijske osnove konkurentnosti banaka. Data je opšta slika konkurentnosti bankarskih institucija na bankarskom sektoru EU, kao i bankarskim sektorima zemalja CEE. Razmotren je uticaj daljeg ukrupnjavanja bankarskih institucija na perspektivnu tržišnu strukturu, promociju konkurentnosti na bankarskim sektorima i implikacije koje se odnose na kontrolu merdžera i akvizicija na sektoru bankarstva.

U četvrtom delu disertacije **„Efekti na performanse banaka“** sagledani su efekti sprovođenja programa merdžera i akvizicija na performanse banaka. Stvaranje ili urušavanje vrednosti posle izvršenog merdžera/akvizicije je predmet intenzivnog teorijskog i posebno empirijskog istraživanja. Uz korišćenje korpusa empirijskih istraživanja, izloženi su faktori profitabilnosti i stvaranja vrednosti za banke nakon sprovedenih M&A transakcija. Posebno je ukazano na efekte ostvarene na bankarskim sektorima zemalja CEE. Deo rada je posvećen potrebi uvođenja modela merenja

performansi koji pored finansijskih razmatra i nefinansijska merila, u cilju adekvatnijeg upravljanja poslovanjem banaka. Predstavljen je model balansiranih merila performansi (Balanced Scorecard Model).

U petom delu disertacije **„Evaluacija projekata merdžera i akvizicija“** ukazano je na osnovne koncepte vrednosti, kao i na elemente stvaranja vrednosti iz M&A transakcija. Centralno pitanje kod projektovanja M&A transakcije odnosi se na cenu koju kompanija akvizator plaća za ciljnu kompaniju. Akvizator polazi od tržišne vrednosti ciljne kompanije i na to dodaje premiju za transfer kontrolnih prava sa akcionara ciljne kompanije na akcionare akvizatora. Pri tome je od ključnog značaja da akvizator oceni koliko iznose stvarni benefiti M&A transakcije – na bazi projektovane sinergije - i da na osnovu toga formira cenu na koju će pristati u pregovorima sa predstavnicima ciljne kompanije. U disertaciji je dat okvir sinergetske analize i način vrednovanja sinergetskih efekta. Predstavljene su osnovne analitičke metode u evaluaciji banaka, te je ukazano na njihove prednosti i nedostatke.

U šestom delu doktorske disertacije **„Projektovanje merdžera i akvizicija“** naglašena je potreba faznog planiranja procesa merdžera ili akvizicija. Polaznu osnovu svake uspešne integracije predstavlja strategijska vizija post-M&A organizacije. U disertaciji je ukazano na određene specifičnosti projektovanja privatizacionih akvizicija, koje su dominirale na bankarskim sektorima evropskih zemalja u tranziciji. Kao sastavni deo projektovanja M&A transakcija ukazano je na značaj izbora načina finansiranja transakcije.

U sedmom delu **„Postakviziciona integracija“** dati su osnovni koncepti postakvizicione integracije. Ukazano je da program merdžera ili akvizicije mora da bude u skladu sa korporativnom strategijom i da doprinosi realizaciji strategije razvoja banke. Posebna pažnja u procesu postakvizicione intregracije je posvećena ulozi integracionog menadžera. Dok polaznu osnovu svake uspešne integracije predstavlja strategijska vizija post-M&A organizacije, program postakvizicione integracije je od ključnog značaja za uspešnu realizaciju svih aktivnosti neophodnih za ostvarenje projektovane sinergije. Da li će biti primenjen pristup postepenog ili skokovitog poboljšanja performansi nakon akvizicije, zavisi od konkretnih okolnosti i prethodnih performansi preuzete firme odnosno od projektovanog poboljšanja performansi. Na osnovu studije slučajeva postakvizicionih integracionih praksi, formulisani su principi na kojima počivaju uspešne integracije.

U osmom delu **„Regulacija i supervizija prekograničnih banaka“** ukazano je na trend internacionalizacije na bankarskim sektorima, a posebno na sektorima zemalja CEE. Stvaranje prekograničnih finansijskih grupa iziskuje preispitivanje čitavog sistema njihove regulacije i supervizije. Razmatrani su glavni regulatorni izazovi za prekogranično bankarstvo, a posebno oni koje je alarmirala aktuelna finansijska kriza.

Najzad, u doktorskoj disertaciji su data zaključna razmatranja kao i spisak korišćene literature.

GLAVA 1:

INSTITUCIONALNE I ANALITIČKE OSNOVE

INSTITUCIONALNE I ANALITIČKE OSNOVE

Promene u finansijskoj strukturi
Faktori novih trendova
Konkurentska pozicija banaka
Definisanje i karakteristike merdžera i akvizicija
Konsolidacija na evropskom sektoru finansijskih usluga
Aktivnost M&A transakcija u vreme globalne finansijske krize

1.1. Promene u finansijskoj strukturi

U funkcionisanju svake tržišne ekonomije finansijski sektor ima centralnu ulogu. On obezbeđuje transfer kapitala između realnih sektora ekonomije – sektora države, stanovništva i preduzeća. Osnovne funkcije koje finansijski sektor treba efikasno da realizuje su sledeće. Prvo, finansijski sektor treba da obezbedi i garantuje adekvatno funkcionisanje sistema plaćanja. Drugo, mora olakšati alokaciju i efikasan transfer resursa tokom vremena. Treće, mora obezbediti adekvatnu kontrolu rizika. Četvrto, mora omogućiti emitovanje hartija od vrednosti, koje dalje omogućavaju finansiranje projekata nefinansijskog sektora. Konačno, mora pružiti informacije o ceni finansijskih aktiva za koje je javnost zainteresovana.[1]

Struktura finansijskog sistema već nekoliko decenija preživljava značajne promene. Osnovne pokretačke snage - deregulacija, informaciona tehnologija i globalizacija, koje će u nastavku biti detaljnije razmotrene, dovele su do promena koje se ogledaju u izmenjenom značaju pojedinih tipova finansijskh institucija, intergrisanja različitih finansijskih aktivnosti na nivou kompleksnih, inoviranih finansijskih institucija i rasta veličine i opsega njihovog delovanja. Manifestacije ovih snaga mogu biti opisane kao marketizacija, konsolidacija i globalizacija.[2]

[1] J. Canals, *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford University Press, 1997., str. 329

[2] W. White, „Are changes in financial structure extending safety nets?“, *BIS Working Papers* No. 145, January 2004.

1.1.1. Marketizacija

Marketizacija se odnosi na rastući značaj finansijskih tržišta i finansijskih posrednika koji na njima funkcionišu obavljajući alokaciju finansijskih sredstava i transfer rizika. U poslednjih nekoliko decenija dolazi do brzog razvoja tržišta kapitala. Kompanije, finansijske institucije i država emituju hartije od vrednosti na finansijskim tržištima i na taj način prikupljaju potrebna finansijska sredstva, dok se na strani tražnje nalaze individualni investitori ili sve više institucionalni investitori (penzioni, investicioni fondovi i osiguravajuće kompanije). Ovo u krajnjoj instanci deluje na relativno smanjenje pozicije komercijalnog bankarstva.

Trendovi finansijske deregulacije, finansijskih inovacija i novih informacionih tehnologija relaksirali su ili u potpunosti ukinuli barijere koje su odvajale aktivnosti komercijalnih banaka od aktivnosti drugih finansijskih institucija. Komercijalne banke su se suočile sa novom konkurencijom od strane različitih tipova finansijskih kompanija koje su do tada bile fokusirane na druge finansijske aktivnosti. Na strani aktive banaka, tržišta kapitala privukla su kompanije koje su se do skoro oslanjale na finansiranja od strane banaka. Na strani pasive bilansa, komercijalne banke su pretrpele jasan gubitak klijenata. Mnogi od njih su se odlučili na ulaganje u investicione kompanije, tržište kapitala, umesto u tradicionalne bankarske depozite. Kako bi ponovo privukle klijente, banke su se odlučile da bilo u okviru banke ili zasebne organizacije – kako to zakonska regulativa dozvoljava – proširе ponudu sa istim aktivnostima.

Kada je u SAD 1999. godine došlo do ukidanja separacije komercijalnog i investicionog bankarstva, stvorena je osnova da veće komercijalne banke postanu *univerzalne banke*. Univerzalnim bankama je omogućeno da pružaju širi spektar finansijskih proizvoda i usluga širokom krugu korisnika. One se bave ne samo depozitno-kreditnim poslovima, već mogu da prodaju i potpisuju emisije hartija od vrednosti za druge kompanije, da se bave osiguranjem i poseduju udele u drugim kompanijama, čak i onim iz nefinansijskog sektora.

U cilju jačanja konkurentnosti svih finansijskih institucija došlo je do ukidanja striktnih funkcionalnih barijera između komercijalnog i investicionog bankarstva, ali i osiguranja. To je dovelo do mogućnosti stvaranja *finansijskih konglomerata*. Finansijske konglomerate moguće je definisati kao firme koje se bave sa bar dve od pet finansijskih aktivnosti: posredovanjem/platnim prometom, osiguranjem, hartijama od vrednosti/ korporativnih finansijama, upravljanjem fondovima i savetovanjem ili prodajom investicionih proizvoda stanovništvu. Ovakav oblik organizovanja finansijskih insititucija ima svoje prednosti, ali i nedostatke. Prednosti se ogledaju kroz unapređenje efikasnost finansijskog sistema ukoliko postižu ekonomiju obima ili okvira; lociranjem u zemljama čija su finansijska tržišta u razvoju, doprinose njihovom razvoju kroz transfer ekspertiza. Treća prednost bi se odnosila na to da finansijski konglomerati diversifikuju svoje finansijske funkcije na podružnice koje su rasprostranjene širom sveta, čineći na taj način poslovanje manje osetljivim na negativne promene po regionima. Glavni nedostatak je da je supervizija ovakih organizacija finansijskog poslovanja direfencirana po funkcijama, te različiti delovi konglomerata odgovaraju različitim regulatornim vlastima. Drugi

nedostatak je problem reputacije, odnosnu loše reputacije jednog od delova konglomerata koja bi dovela do pada poverenja u ostale delove sistema.[3]

1.1.2. Konsolidacija i koncentracija u bankarstvu

Konsolidacija se odnosi na opadajući broj poslovnih kompanija u bilo kom sektoru poslovanja. Bankarstvo, posredovanje u poslovanju sa hartijama od vrednosti i osiguranje beleže ovu pojavu poslednjih godina i mnogo manji broj većih kompanija počinje da dominira ovim segmentima finansijskog sektora, pre svega usled sprovođenja merdžera i akvizicija.

Intenzivirana aktivnost konsolidovanja u SAD pokrenuta je delom promenama regulatornog okvira, spektrom tehnoloških promena i jakim pritiskom na smanjenje troškova i uvećanje prihoda. Kada je u donet Zakon o modernizaciji finansijskih usluga 1999. godine, koji je otklonio preostale barijere između bankarskog, brokerskog i osiguravajućeg segmenta finansijskih usluga, došlo je do snažnog talasa konsolidovanja unutar finansijskog sektora, te se tako broj komercijalnih banaka smanjio sa 14.500 u 1984. godini na 8.080 početkom 2002. godine.[4]

Konsolidacija evropskih banaka je znatno ubrzana tokom 1990-ih godina, a posebno u toku poslednje tri godine ove dekade. U tom periodu od 30 najvećih evropskih banaka nakon sprovedenih merdžera i akvizicija preostalo je svega 18, a koncentracija bankarskog sektora, mereno udelom ukupne vrednosti depozita kontrolisanih od strane najvećih banaka, pokazivala je tendenciju rasta.[5] Sa implementacijom treće faze EMU, uvođenjem evra kao jedinstvene valute, deregulacijom i harmonizacijom regulativa, jedinstveno evropsko tržište finansijskih usluga sve više je realnost. Kao posledica, talas nacionalnih kao i prekograničnih merdžera i akvizicija evropskih banaka je u toku.

Konsolidovanja finansijskih institucija omogućavaju im da kroz uvećanje prosečne veličine iskoriste *ekonomije obima* (economies of scale) i *ekonomije okvira* (economies of scope). Tehnološka unapređenja vode rastu optimalne veličine (obima), što u kombinaciji sa regulatornim promenama omogućava raspoređivanje fiksnih troškova na širi okvir proizvoda i usluga. Povećanjem obima poslovanja banke nastoje postići srazmerno niži porast troškova poslovanja, što bi dovelo do rasta profitabilnosti. Na ovaj način nastoje se amortizovati dodatni troškovi poslovanja, prvenstveno vezani za kontinuiranu potrebu inoviranja informacionih sistema i uviđenja novih tehnoloških inovacija. Otuda, merdžeri i akvizicije banaka u nastojanju da se realizuje ekonomija obima imaju jasan motiv.

---

[3] W. White, str. 26

[4] T. Koch, S. MacDonald, *Bank Management*, 5e, Thomson South-Western, 2003., str. 564

[5] P. Beitel, D. Schiereck, „Value creation at the ongoing consolidation of the European banking market“, *Institute for Mergers and Acquisitions (IMA), Working Paper* No. 05/01, 2001.

Kod obavljanja poslova univerzalnog bankarstva ili poslovanja finansijskih konglomerata ukazano je na još jedan značajan momenat koji doprinosi unapređenju poslovanja finansijskih institucija, a to je *diversifikacija* poslovnih aktivnosti. Diversifikacijom poslovanja na segmente aktivnosti kojima se od tada banka nije bavila omogućeno je formiranje povećanog prihoda uz relativno smanjenje troškova usled efekata sinergije. Preuzimanje investicione banke ili/i osiguravajuće kompanije od strane komercijalne banke dovodi do stvaranja insititucije koja kroz diversifikovane aktivnosti može vršiti *unakrsnu prodaju* (cross selling) finansijskih proizvoda i usluga široj bazi klijenata. Naravno, ovde možemo govoriti o koristima koje proizilaze iz ekonomije okvira, kroz prodaju šireg spektra proizvoda i usluga putem jedinstvenih kanala distribucije.

U procesu diversifikacije finansijskih aktivnosti nastaju i *finansijski supermarketi*. Finansijski supermarketi su zamišljeni kao mesta na kojima bi se kupovale sve finansijske usluge. Klijenti bi mogli da polože depozite na svoje transakcione račune, da kupe akcije investicionog fonda, dobiju hipotekarni kredit, polisu životnog osiguranja, kreditnu karticu ili da kupe nekretnine.[6] Unakrsnom prodajom usluga na jednom mestu delujemo na rast obima prodaje finansijskih usluga kao i na smanjenje njihovih troškova.

Globalizacija podrazumeva rastuća integrisanja domaćih i međunarodnih finansijskih tržišta, kao i rastuće međunarodno prisustvo najvećih banaka i finansijskih posrednika. O globalizaciji govorićemo kao o najznačajnijem pokretačkom faktoru novih transformacionih procesa finansijskih struktura razvijenih tržišnih privreda, ali i privreda u razvoju.

1.2. Faktori novih trendova

Veliki deo restrukturiranja sektora finansijskih usluga došao je kao stategijski odgovor od strane tržišnih učesnika na promene u okruženju. Kao najveće sile koje pokreću promene možemo navesti: [7]

- deregulaciju
- informacionu tehnologiju i
- globalizaciju.

1.2.1. Deregulacija

Državna regulacija u odnosu na banke i druge finansijske institucije i pored usvojenih tržišnih principa poslovanja dugo je bila značajna. Razlozi su bili višestruki. U prvom

[6] F.S. Mishkin, *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, 7. izdanje, Data status, Beograd, 2006., str. 305

[7] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izanje, European Center for Peace and Development, Beograd, 2006., str. 13-17

planu je bilo nastojanje da se obezbedi sistemska stabilnost finansijskog sistema. Uz ograničavanje konkurencije u pojedinim segmentima i jasnu segmentaciju finansijskog sektora, postojalo je i plafoniranje kamatnih stopa, kao i usmeravanje dela plasmana banaka u određene prioritetne namene od strane centralnih banaka. Međutim, kada je koncept deregulacije finansijskog sistema zaživeo, prethodna ograničenja nestaju. Savremene uslove poslovanja finansijskih institucija karakterišu intenzivna konkurencija, ukidanje restriktivnih državnih propisa i rad na pronalaženju optimalne veličine organizacije i koja posluje sa najnižim troškovima, uz dovoljnju geografsko-poslovnu diversifikaciju u cilju smanjenja rizika poslovanja.

Deregulacija je bila pokretačka snaga za značajniju aktivnost merdžera i akvizicija u sektoru finansijskih usluga. Ideja je bila da se stvori polje gde bi poslovna logika i zahtevi tržišta - a ne regulatorni okviri - odredili strukturnu formu finansijskih kompanija, na način koji obezbeđuje stabilnost i sigurnost.[8]

Tokom protekle dve decenije, mnoge zvanične barijere konsolidovanjima su relaksirane, kako su vlade zemalja ponovo razmotrile pravni i regulatorni okvir funkcionisanja finansijskih institucija. Finansijski regulatorni okvir većine vodećih zemalja doživeo je promene, od sistema koji je baziran na striktnoj regulatornoj kontroli do sistema koji je baziran na unapređenju kroz konkurentnost, sa naglaskom na tržišnoj disciplini i superviziji.[9] U novom okruženju su javne politike manje protektivne prema bankama, otkrivajući ih istoj vrsti tržišnog pritiska koji već dugo vremena postoji kod nefinansijskog poslovanja.

Ukidanjem granica separacije tržišta i finansijskih delatnosti stvorena je puna konkurencija banaka i drugih finansijskih institucija. Dodatno, usled deregulacije poslovanja bankarski sektor trpi stalne pritiske, kako na cene, tako i na poslovne aktivnosti, tako da je stepen konkurentnosti ovde možda i najizraženiji.[10] Može se reći da je glavni uticaj deregulacije taj da omogućava širi set pravnih taktičkih manevara, uključujući i tipove dogovora koji se mogu postići u okviru kao i van sektora, dajući institucijama fleksibilnost u reagovanju na impulse konkurencije.

1.2.2. Informaciona tehnologija

Razvoj informacione tehnologije je bitan faktor u formiranju trenda transformacije bankarstva i finansijske strukture. Informacioni, računarski i telekomunikacioni sistemi stvorili su tehničku bazu za momentalo prenošenje i obradu podataka. U kontekstu revolucije koja se desila na polju tehnologije došlo je do stvaranja elektronskog

[8] I. Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 37

[9] Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

[10] J. Canals, *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford University Press, 1997., str. 1

bankarstva (e-bankinga). Danas klijenti svoje poslovanje sa bankom mogu da obavljaju putem računara, iz svojih domova (home banking). Dramatična unapređenja brzine i kvaliteta telekomunikacija, kompjuterskih i informacionih sistema pomažu smanjenju informacionih i drugih transakcionih troškova. Ovakva unapređenja imaju značajan uticaj na sektor finansijskih usluga, a primeri su sledeći:[11]

- *Promene kapaciteta kanala distibucije*. Uz odgovarajuću tehnološku infrastrukturu banke mogu da nude širi spektar proizvoda i usluga većem broju potrošača na širem geografskom području.

- *Stvaranje novih finansijskih usluga i proizvoda*. Tehnološka unapređenja u kombinaciji sa inovacijama tehnika finansijskog inženjeringa omogućila su bankama da prepakuju rizik uključen u određene finansijske proizvode i kreiraju nove proizvode koji će na bolji način zadovoljiti zahteve korisnika usluga u pogledu rizika i investicionih potreba.

- *Smanjenje razlika*. Tehnologija u kombinaciji sa deregulacijom ponude proizvoda rezultuje konkurencijom na nivou proizvoda. Finansijske institucije svih tipova sada nude proizvode i usluge, koji ne samo da su konkurentni unutar sektora, već i sa onima koje nude druge kategorije usluga. Banke se sve više uključuju u netradicionalne aktivnosti i obrnuto, te se u tom procesu finansijski proizvodi pretvaraju u robu koja je visoko standardizovana i orijentisana na cenu.

- *Data mining*. Tehnološke prednosti su omogućile provajderima finansijskih usluga da produktivnije koriste informacije, što znači da diferencirani ili specijalno krojeni proizvodi mogu biti kreirani i prosleđeni do ciljnih potrošača.

- *Novi konkurenti*. Elektronski kanali dostavljanja usluga bankama omogućavaju da iskoriste svoj brend i postojeću bazu klijenata kako bi došle do novih ciljnih klijenata, bez potrebe za prethodnim fizičkim prisustvom na datom tržištu. Iako će određeno fizičko prisustvo na tržištu biti neophodno, online kanali dostavljanja usluga omogućiće konkurentnost vantržišnim institucijama. Dodatno, novi konkurenti mogu stimulisati nove promene strukture sektora finansijskih usluga.

Ukratko, tehnološka unapređenja promenila su konkurentsku sliku finansijskog sektora, na nivou proizvoda, ali i kanala distribucije i kreirala su podsticaje za efikasnije outpute.

Glavni izazovi u procesima budućeg razvoja bankarstva dolaze od strane Interneta. Internet je poslednjih godina omogućio stvaranje novog tipa bankarskih institucija – virtuelnih banaka. Virtuelne banke nemaju fizičku lokaciju i svoje poslovne aktivnosti obavljaju isključivo putem Interneta. Ovakve banke predstavljaju korak napred u elektronskom bankarstvu, pružajući klijentima sve bankarske usluge 24 časa dnevno.

[11] Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

Danas, tradicionalne banke koje su postavile Internet rešenja došle su do zaključka da klijenti online bankarstvo ipak tretiraju kao dodatni kanal komunikacije sa bankom, radi provere stanja na računima i eventualno obavljanje nekih transakcija. Ovakvo ponašanje podiže troškove poslovanja banaka i nameće ozbiljan problem optimalne upotrebe različitih kanala distribucije finansijskih proizvoda i usluga.[12] U kontekstu visokih troškova savremene informacione tehnologije, pojačane konkurencije između finansijskih institucija dolazi do smanjenja broja banaka i to upravo putem merdžera i akvizicija.

1.2.3. Globalizacija

Uloga koju je finansijska deregulacija imala kod procesa finansijske globalizacije je od presudnog značaja. Da nije bilo omogućeno slobodno kretanje kapitala, preduslova za globalizaciju ne bi ni bilo. Liberalizacija kretanja kapitala od strane većine industrijskih zemalja kasnih 1970-ih i ranih 1980-ih bio je najznačajniji faktor procesa finansijske globalizacije. Deregulacija je potreban, ali ne i dovoljan faktor. On je morao ići paralelno sa razvojem informacionih tehnologija, koje su omogućile slobodu kretanja kapitalu, kao i razvoj novih finansijskih proizvoda i usluga. Danas, tržišta kapitala su globalna. Sredstva je moguće prikupiti iz bilo kog dela sveta, a kretanja cena akcija i kamatnih stopa na tržištima zemljama poput Nemačke, SAD i Japana se odmah reflektuju na druga tržištima.

Multinacionalne banke deluju u pravcu integracije i globalizacije finansijskih tržišta. Pri tome ove banke odlučuju koje će metode upotrebiti za prošenje poslovanja na druge zemlje. U osnovi postoje sledeće tri metode:

- Izgradnja sopstvene filijalske mreže u drugim zemljama,
- Akvizicija banke u drugoj zemlji,
- Kupovina manjinskog paketa akcijskog kapitala banke u drugoj zemlji.

Globalizacija bankarskog sistema i finansijskih tržišta je i pod uticajem potreba nefinansijskih korporacija koje proširuju okvir svog poslovanja na prekogranični plan. Globalne korporacije očekuju od finansijskih institucija da im pruže znanja i usluge na finansijskom polju. Ekspanzija globalnih kompanija vuče za sobom i ekspanziju globalnih banaka koje moraju da budu dovoljno snažne kako bi mogle da prate aktivnosti globalnih kompanija. Mada globalne banke mogu da se razvijaju samostalnim, organskim rastom, često se pribegava merdžerima i akvizicija banaka kako bi se brže stvorile velike bankarske ili finansijske institucije koje bi mogle da vrše ulogu velikih igrača na globalnom planu.

[12] IMF, „Financial Sector Consolidation in Emerging Markets“ (ch. V), *International Capital Markets*, August 2001., str. 153

Proces globalizacije je značajno olakšan regulatornom i supervizorskom harmonizacijom. Stvaranje „jedinstvenog tržišta“ Evropske unije i stvaranje „jedinstvenog pasoša“ za banke zemalja članica značilo je da su banke dobile licencu za otvaranje filijala ili obavljanje aktivnosti u svakoj od zemalja EU. Konsolidovani model kontinentalnog univerzalnog bankarstva kombinuje investiciono i komercijalno bankarstvo, a svaka banka ima pravo da bira stepen diversifikacije finansijskih usluga koji je za nju optimalan. Prilikom stvaranja jedinstvenog bankarskog tržišta došlo je do jake koncentracije bankarskih institucija, a naročito putem merdžera i akvizicija.

Indikacije su da je finansijska globalizacija višestruko značajna za svetsku ekonomiju. Međunarodna finansijska tržišta mogu olakšati pristup većem globalnom pulu sredstava onima kojima su ona neophodna, kao i uvećati investicione šanse na strani štednje. Dodatno, globalizacija finansijskih tržišta i razvoj strateških alijansi na regionalnim tržištima proširili su vidike za mnoge investitore. Finansijska globalizacija je stimulisala konkurentnost i inovativnost finansijskih usluga, tokovi sredstava su na bolji način alocirani na one projekte koji donose najviše prinose, a ovo je unapredilo upravljanje rizicima.[13]

1.3. Konkurentska pozicija banaka

Za bankarski sektor ključno pitanje je kako će biti postavljen odnos snaga bankarskih i nebankarskih institucija u sveukupnim rastućim potencijalima finansijskog sektora. Suočene sa deregulacijom i finansijskom disintermedijacijom, banke moraju da reaguju kako bi sprečile dalja opadanja svojih finansijskih performansi i kako bi unapredile svoju konkurentsku poziciju. Uspešnije će biti one finansijske institucije koje:[14]

- nude bolje finansijske proizvode/usluge i time se bolje uklapaju u strukturu tražnje za finansijskim uslugama od strane raznih segmenata stanovništva i kompanija,
- nude jeftinije i kvalitetnije finansijske usluge,
- imaju visok stepen informacione tehnologije,
- obezbeđuju dobre veze sa klijentima putem odgovarajućeg marketinga.

Banke koje će preživeti na tržištu su one koje prihvate brz progres informacione tehnologije i konsolidacije bankarskog/sektora finansijskih usluga. Glavno pitanje nije da li će se konsolidovanje bankarskog sektora, uglavnom putem merdžera i akvizicija,

[13] R. Parry, „Financial Globalization and International Financial Institutions: Principles and Parallels“, *European Banking and Financial Forum „Our Europe, or Their Europe, or Whose Europe?“*, Prague, March 2000.

[14] M. Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Centre for Peace and Development, Beograd, 2006., str. 18

nastaviti u budućnosti, već u kom smeru. Neki od mogućih scenarija su već realnost. Oni nisu međusobno isključivi i mogu se primeniti istovremeno na različite segmente sektora finansijskih usluga.[15]

Scenario 1: Univerzalne institucije

Ovaj scenario je nastavak trenutnog trenda ka globalno aktivnim provajderima univerzalnih usluga koji dominiraju korporativnim sektorom. Mogući „gepovi" mogu se popuniti igračima koji su usmereni na niše, kao i regionalnim specijalizovanim institucijama.

Scenario 2: Specijalizovane institucije

Konsolidacija se nastavlja, ali ne u smeru rasta broja univerzalnih banaka, već onih koje se specijalizuju kako rastu. Razlike u optimalnim obimima odnose se na različite aktivnosti.

Scenario 3: Ugovorno bankarstvo

Sledeći scenario proces specijalizacije podiže na viši nivo. Dodatno funkcionalnoj specijalizaciji, finansijske institucije (banke) u budućnosti mogu odabrati da se specijalizuju samo u određenom području poslovanja. Tako bi bilo moguće napraviti razliku između onih koji usluge proizvode i one koji ih dostavljaju krajnjim potrošačima. Glavno pitanje je da li će institucije morati upravljati celokupnim procesom proizvodnje kako bi obezbedile koristi ekonomije obima ili iste koristi mogu ostvariti ako je deo procesa *outsourced*. To bi bila paradigma ugovornog bankarstva. Konkurencija bi bila između brendova, kvaliteta proizvoda usluga i cena. U ekstremnom slučaju banka bi mogla funkcionisati samo kao neko ko upravlja ugovorima sa eksternim dobavljačima kako bi potrošačima obezbedila zadovoljenje svih potreba za finansijskim uslugama.

Rast konkurencije u bankarskom sektoru primorao je banke da izvrše specijalizaciju u segmentu određenih poslovnih aktivnosti. Funkcije koje obavljaju novi konkurenti i tržišta kapitala su slične onima koje su prvobitno obavljale banke. Ono što se desilo jeste da su se neke firme brže i efikasnije prilagodile dinamičkoj igri inoviranja.[16] Proces finansijskih inovacija je odgovor na promene uslova konkurentnosti sa kojima se banke suočavaju. Kao posledica proističe preispitivanje banaka oko funkcija koje obavljaju, a koje od njih druge finansijske institucije mogu obavljati na efikasniji način. Najveći izazovi sa kojim se banke suočavaju su potreba da postanu efikasnije, konkurentnije u odnosu na druge posrednike i tržišta kapitala i da li da uđu na nova tržišta.

[15] Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

[16] J. Canals, *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford University Press, 1997., str. 329

Banke će nastaviti sa uspešnim funkcionisanjem u novonastalim uslovima, pod uslovom da dramatične promene prihvate kao šanse pomoću kojih će ojačati svoju poziciju u sektoru finansijskih usluga. U tom smislu banke se ne razlikuju od drugih firmi u bilo kom sektoru poslovanja. Firme opstaju na tržištu samo ako se razvijaju i evoluiraju tokom vremena, uočavajući nove tehnologije i promene u ponašanju potrošača kako bi zadržale svoju konkurentsku prednost.

1.4. Definisanje i karakteristike merdžera i akvizicija

Aktivnosti *restrukturiranja kompanija* odnose se na širok spektar aktivnosti počev od reorganizovanja poslovnih jedinica, proizvodnih linija ili divizija sve do merdžera, akvizicija, zajedničkih ulaganja, divesticija, spin-off i curve-out aktivnosti. Ove aktivnosti predstavljaju oblike radikalnog restrukturiranja kompanija u cilju povećavanja efikasnosti i profitabilnosti poslovanja u kontekstu pojačane konkurencije na tržištima.

Korporativno restrukturiranja može se razdvojiti na operativno i finansijsko resturkturiranje. Operativno restrukturiranje se odnosi na one promene u strukturi kompanije koje se registruju na strani aktive bilansa firme. Finansijska restrukturiranja se odnose na aktivnosti kojima se menja struktura ukupnog duga i vlasničkog kapitala kompanije, odnosno na promene koje se registruju na strani pasive bilansa firme.

Merdžeri, akvizicije, programi dekomponovanja kompanija, LBO i MBO programi koriste se u praksi da bi se izvršilo restrukturiranja kompanija. Ono što je zajedničko kod svih ovih programa jeste da dolazi do promena u vlasničkoj strukturi i time i do promena u korporativnoj kontroli. Obično su ove promene u korporativnoj kontroli povezane i sa promenama poslovnih strategija kompanija.[17]

U teoriji se smatra da su *merdžeri* (fuzije) oblik dogovorne integracije dve ili više firmi koje zadržavaju ravnopravan odnos u novokomponovanoj firmi. Ali takvih pravih merdžera je u praksi vrlo malo, jer je uvek jedna strana dominantna. *Merdžer jednakih* postoji u slučaju kada su učesnici merdžera uporedivi po veličini, konkurentskoj poziciji, profitabilnosti i tržišnoj kapitalizaciji.

Gaughan navodi da je merdžer kombinacija dve korporacije, gde jedna preživljava, a ona pripojena prestaje da postoji. Kompanija koja ima dominantnu ulogu u merdžeru preuzima aktivu i obaveze one druge kompanije. [18]

---

[17] Michael E.S. Frankel, *Mergers and Acquisitions Basics: The Key steps of Acquisitions, Divestitures and Investments*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005., str. 1

[18] P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002., str. 7

Kao rezultat merdžera nastaje nova kompanija:

$$A + B = C$$

Merdžeri mogu biti opisani i definisani sa pravnog i ekonomskog aspekta.

Pravni aspekt

Pravni aspekt merdžera se odnosi na pravnu strukturu transakcije, koja u zavisnosti od prirode transakcije može poprimiti mnoge oblike. Generalno, merdžer je kombinacija dve ili više firmi, gde sve sem jedne prestaju pravno da postoje, te kombinovana organizacija nastavlja poslovanje pod prvobitnim nazivom preživele firme ili u potpunosti novim nazivom. Razlikujemo:[19]

- *statutarni merdžer* – gde firma akvizator preuzima aktivu i obaveze ciljne kompanije u skladu sa statutom države u kojoj će kombinovana kompanija biti inkorporirana.

- *subsidijarni merdžer* – ovaj merdžer dve kompanije nastaje kad ciljna kompanija postaje podružnica matične kompanije.

- *short form merdžer* – nastaje u situacijama kada je matična kompanija primarni akcionar podružnice, te merdžer ne zahteva odobrenje akcionara matične kompanije.

Ekonomski aspekt

Poslovne kombinacije, takođe mogu biti klasifikovane kao: horizontalni, vertikalni ili konglomeratski merdžeri. Kako će merdžer biti klasifikovan zavisiće od toga da li su merdžovane firme iz iste industrijske grane ili ne i od njihove pozicije u korporativnom lancu vrednosti.

Horizontalni merdžer nastaje između dve firme iz iste industrijske grane.

Vertikalni merdžeri su oni u kojima dve firme učestvuju u različitim fazama proizvodnog lanca vrednosti. U kontekstu lanca vrednosti, vertikalni merdžer je onaj gde kompanije koje ne poseduju operacije u svakom većem segmentu lanca vrednosti biraju da se unazad integrišu sa dobavljačima ili unapred sa distributerom.

Konglomeratski merdžer nastaje kad kompanija akvizator kupuje firme u nepovezanim industrijskim granama.

[19] D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 6

Merdžer i konsolidacija se često koriste kao sinonimi, mada postoje izvesne razlike. U američkoj praksi, pod merdžerom se smatra integracija kada samo jedna kompanija "preživi", dok druga kompanija prestaje da postoji. Naime, kod merdžera jedna kompanija preuzima vlasništvo i prihvata aktivu i obaveze one druge kompanije. Međutim, kod konsolidacije dolazi do poslovne kombinacije kod koje se dve ili više kompanija spajaju da bi formirale potpuno novu kompaniju. [20]

Kao rezultat konsolidacija nastaje:

A + B = C

Novi korporativni entitet, nastao konsolidacijom, preuzima svo vlasništvo nad aktivom i obavezama konsolidovanih organizacija. Akcionari konsolidovanih kompanija obično razmenjuju svoje akcije za akcije nove kompanije.

Akvizicija (vlasničko preuzimanje) nastaje kada jedna kompanija kupuje kontrolni paket ili stopostotno učešće u drugoj kompaniji, pretvarajući tu kompaniju u svoju podružnicu. Preuzeta firma gubi svoju samostalnost. Pored prijateljskih akvizicija primenjuju se i neprijateljske akvizicije. [21]

Kao rezultat akvizicije manja, kupljena firma prestaje da postoji kao pravni subjekat:

A + B = A

Firma koja preuzima drugu kompaniju naziva se *kompanija akvizator*. Firma koju akvizator nastoji da preuzme naziva se *ciljna kompanija* ili *target*.

Kod *prijateljskog preuzimanja* kontrole nad kompanijom, odbor direktora i menadžment ciljne kompanije se slažu sa idejom o preuzimanju i preporučuju akcionarima da odobre ovakvu transakciju. Iznos koji akvizator nudi da plati iznad trenutne tržišne (berzanske) cene ciljne kompanije naziva se *kupovna premija*. Ona reflektuje potencijalnu vrednost koja se dobija preuzimanjem kontrolnog vlasništva nad ciljnom kompanijom, kao i vrednost očekivanih sinergija. Analitičari prave razliku između iznosa premije plaćene za sticanje kontrole nad ciljnom kompanijom (*premija kontrole*) i iznosa inkrementalne vrednosti sinergije kreirane iz akvizicije targeta.

[20] P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002., str. 7

[21] M. A. Hitt, R. D. Ireland, R. E. Hoskisson, *Strategic Managenemt, Competitiveness and Globalisation*, Thomson South-Western, 2003, str. 215

Neprijateljska preuzimanja nastaju kada je ponuda akvizicije inicijalno odbijena od strane menadžmenta ciljne kompanije, ali se akvizator obraća direktno akcionarima ciljne kompanije nudeći atraktivnu akvizacionu premiju. [22]

Transakcije suprotne od akvizicija su *divesticije* (divestments). Divesticije predstavljaju prodaju dela ili delova kompanije drugoj kompaniji, za gotovinu ili hartije od vrednosti.

Pored divesticija možemo pomenuti i druge programe restrukturiranja kompanije usmerene na dekomponovanje njene postojeće strukture. Ovde ubrajamo: spin-off, equity curve-out, split-off, split-up programe.[23]

Spin-off nastaje kad matična kompanija iz svog sastava izdvoji neku afilijaciju/diviziju koja time postaje posebna kompanija, pri čemu su akcionari matične kompanije istovremeno i akcionari u novoj kompaniji.

Equity curve-out (isecanje akcija) nastaje slično kao spin-off, kada se iz matične kompanije izdvoji neka podružnica i time postane nova kompanija. Razlika je u tome da nova kompanija odmah izdaje nove akcije, sa ciljem uvećanja svog finansijskog potencijala. U novonastaloj kompaniji, matična kompanija ne mora da ima većinski paket akcija.

Split-off označava izdvajanje dela kompanije koji postaje samostalna celina. Akcionari matične kompanije moraju da se opredele da li će zadržati akcije u matičnoj kompaniji ili će uzeti akcije u novonastaloj kompaniji.

Split-up predstvlja niz split-off transakcija. Celokupna matična kompanija se razbija na niz samostalnih kompanija i prestaje da postoji kao entitet.

Poseban vid vlasničke transaformacije su *LBO* (leveraged buyout) transakcije, koje predstavljaju akvizicije kompanija ili njihovih delova od strane male grupe investitora. Karakteriše ih vrlo visoko učešće kreditnih oblika finansiranja. Kupac kompanije/podružnice može da bude menadžerska grupa, koja je dotle upravljala kompanijom/podružnicom. Tada se govori o *MBO* (management buyout) transakcijama. Ukoliko se zaposleni opredele na preuzimanje dela vlasništva nad kompanijom, dolazi do formiranja *ESOP* (Employee Stock Ownership Plan) firmi. ESOP je fond ili plan koji investira u akcije firme koja je ujedino i sponzor plana. Kompanija formira ESOP koji kupuje deo akcijskog kapitala dotične kompanije, a kako zaposleni nemaju dovoljno novca da odmah izvrše plaćanja, koriste se krediti banaka. Za kredite garantuje kompanija, a za servisiranje duga ESOP dobija novac od kompanije iz fonda za doprinose za penziono osiguranje zaposlenih.

[22] D. M. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 8

[23] Videti šire: Milutin Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 150-152

1.5. Konsolidovanja na evropskom sektoru finansijskih usluga

Počev od 1990-ih godina evropsko bankarstvo doživljava promene dramatičnih razmera. Videli smo da su promene motivisane pre svega uticajem deregulacije finansijskih aktivnosti, tehnološkim inovacijama i finansijskom globalizacijom. Došlo je do značajnijeg prestrukturiranja bankarskih sektora, a kao dominantna forma prestrukturiranja javljaju se merdžeri i akvizicije. Osnovne karakteristike ovog procesa su megamerdžeri na nacionalnom nivou, međusektorske i prekogranične transakcije i stvaranje finansijskih konglomerata.

Na ubrzanje procesa konsolidovanja bankarstva u Evropi bitno su uticala dva faktora. Prvi faktor je uvođenje evra kao zajedničke valute, što je doprinelo daljoj integraciji evropskih finansijskih tržišta. Drugi faktor je novi Bazelski sporazum, koji je motivisao finansijske institucije da vrše adekvatnije formiranje kapitala i ostvaruju veću ekonomiju obima u poslovanju kako bi ojačale svoje konkurentske pozicije na tržištu.

Naglašenija M&A aktivnost na evropskim bankarskim sektorima počela je 1990-ih godina. Od tada aktivnost beleži pozitivan trend uz određene oscilacije. Jača akceleracija M&A aktivnosti u Evropi započinje od 1996. godine, a kao osnovnu karakteristiku ove aktivnosti možemo navesti konsolidovanje velikog broja manjih nacionalnih banaka.

Period od 1999. godine značio je rast vrednosti transakcija i pojavu megamerdžera, pre svega na nacionalnom planu. Na ovaj način nastale su evropske megabanke poput BNP Paribas, BBVA, IntesaBCI, UniCredito, HypoVereinsBank. Pozitivni trend za evropska, kao i američka tržišta, bio je u prekidu od 2001. godine do 2004. godine.

U vreme kada su banke ostale bez novih razvojnih šansi na nacionalnom planu, one su se okrenule prekograničnim M&A transakcijama. To je bio početak pozitivnog trenda za prekogranične M&A transakcije. Banke iz EU su se usmerile na nova unosna bankarska tržišta u razvoju, pre svega na tržišta Centralne i Istočne Evrope.

Međutim, nove unosne šanse nisu bile samo prekogranične transakcije, već i šanse međusektorskog karaktera. Kao direktnu posledicu imamo stvaranje finansijskih konglomerata, koji kombinuju bankarske poslove sa poslovima osiguranja (bancassurance), poslovima sa hartijama od vrednosti i drugim finansijskim poslovima. Pregled značajnijih nacionalnih i prekograničnih transakcija na evropskom bankarskom sektoru u periodu od 2000. do 2005. godine daje Tabela 1-1.

Tabela 1-1. Okončane M&A transakcije koje su uključivale evropske banke u periodu 2000-2005. godine

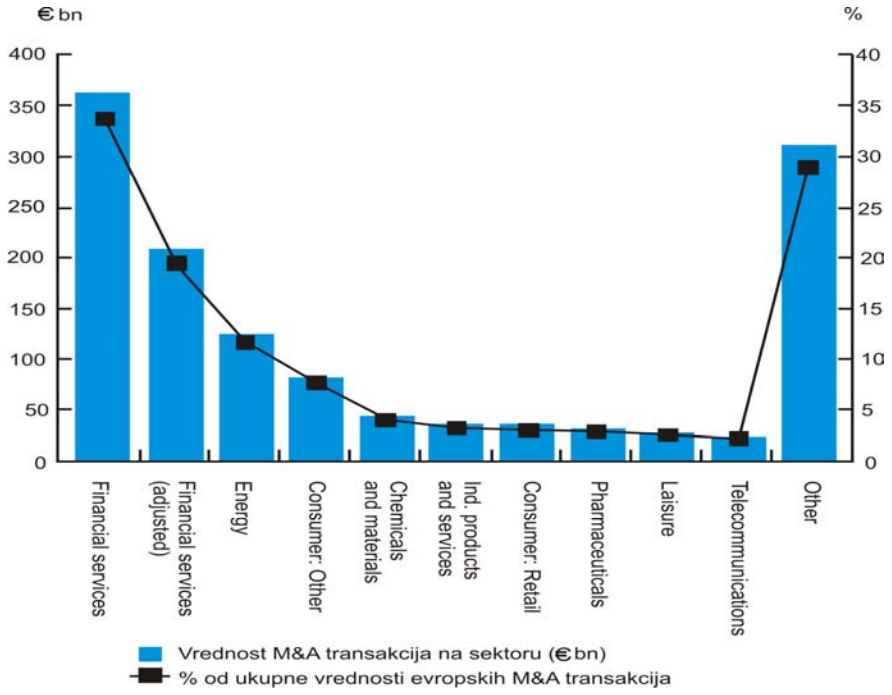
	Nacionalne M&A transakcije	**Prekogranične M&A transakcije**
Sektorske	BoS – Halifax (UK) Credit Agricole – Credit Lyonnais (Fr) Banca di Roma – Ripop Carire (It) Dexia – Artesia (Be) DnB – Nordlandsbanken (Nor)	DeutscheBank – Scudder (Ger-Sw) SocGen – Komercni (Fr-Cze) Erste Bank – Ceska Sporitelna (Au-Cro) Barclays – Zaragozano (UK-Spa) UniCredit – HVB (It-Ger) Santander – Abbey (Spa-UK) HSBC – CCF (UK-Fr) Fortis – Generale de Banque (Bel/Nl-Bel) BNP Paribas – BNL (Fr-It) HVB – Bank Austria (Ger-Aus)
Međusektorske	Allianz – Dresdner (Ger) BNP Paribas – Facet (Fr) ABN Amro – KBC Private Banking (Nl) CDC – Caisse d'Epargne Group (Fr) Credit Agricole – Finaref (Fr)	SCH – AKB (Sp-Ger) BNP Paribas – Cogent (Fr-UK) ING – Entrium (Nl-Ger) DeutscheBank – Rud Blass (Ger-Swi) DnB – Skandia AM (Nor-Swe)

Izvor: B. Antić, Evropska bankarska konsolidacija, *Bankarstvo*, 9/10, 2007.

1.5.1. Pregled M&A aktivnosti na bankarskim sektorima EU

U 2007. godini je najaktivniji sektor na planu M&A aktivnosti bio sektor finansijskih usluga. Samo u toj godini, M&A transakcije na sektoru finansijskih usluga (bez malih akvizicija) dostigle su vrednost od €207,7bn, što je nešto više od 19% ukupne M&A aktivnosti (videti Grafikon 1-1.)

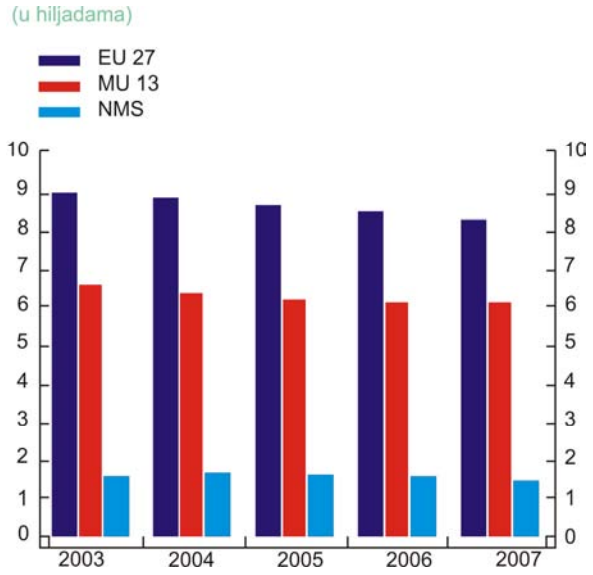
Grafikon 1-1. Evropska M&A aktivnost po sektorima, u 2007. godini



Izvor: PricewaterhouseCoopers, „From uncertainty to opportunity“, FS M&A in Europe's Developed and Developing Markets, March 2008.

U skladu sa jačanjem merdžera i akvizicija kreditnih institucija u EU, došlo je do smanjivanja njihovog broja (Grafikon 1-2).

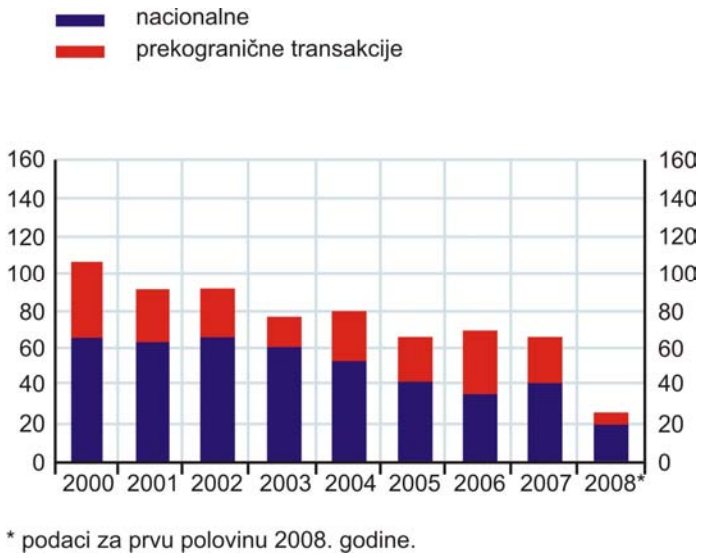
Grafikon 1-2. Broj kreditnih institucija



Izvor: ECB, *EU Banking Structures*, 2008.

U pogledu *broja* M&A bankarskih transakcija, zapaža se smanjenje nacionalnih M&A u odnosu na M&A aktivnosti kreditnih institucija iz EU prema drugim zemljama. (Grafikon 1-3.)

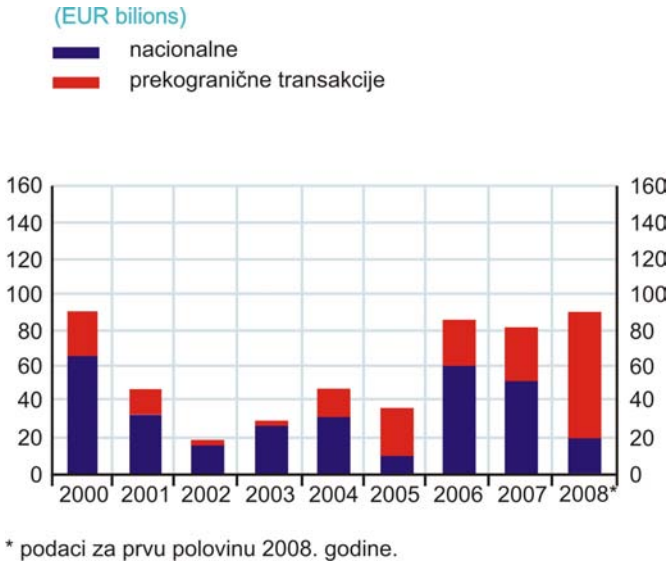
Grafikon 1-3. Bankarski M&A: Broj transakcija



Izvor: ECB, *EU Banking Structures*, 2008.

U pogledu *vrednosti* bankarskih M&A transakcija u EU, ne može se ustanoviti jasan trend. (Grafikon 1-4)

Grafikon 1-4. Bankarski M&A: Vrednost transakcija

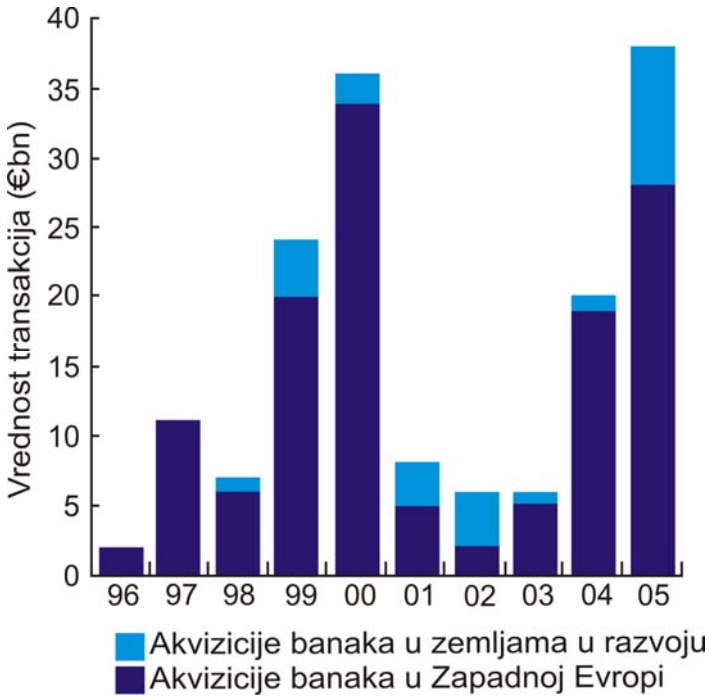


Izvor: ECB, *EU Banking Structures*, 2008.

1.5.2. Pregled M&A aktivnosti na bankarskim sektorima zemalja u razvoju

Dostizanje značajnog stepena koncentracije na nacionalnim sektorima zapadnoevropskih zemalja podstaklo je ekspanziju banaka akvizatora van nacionalnih granica. Ekspanzija zapadnoevropskih banaka u CEE i SEE regione je trend koji svoj momentum doživljava u periodu nakon 1990-ih. Strategije rasta mnogih banka iz Zapadne Evrope podrazumevale su ekspanziju na tržišta u razvoju. Aproksimativno je u periodu 1996-2005. godine jedna trećina M&A transakcija evropskih banaka značila akviziciju banaka istočnoevropskih zemalja od strane banaka iz Zapadne Evrope. O tome nam svedoči Grafikon 1-5.

Grafikon 1-5. Vrednost prekogranične M&A aktivnosti zapadnoevropskih banaka usmerene na zemlje Istočne Evrope u periodu od 1996-2005.



Izvor: PricewaterhouseCoopers, „European Banking Consolidation“, April 2006.

Bankarski sektori tržišta u razvoju postali su jako privlačni, jer su nudili značajne razvojne šanse, kao i mogućnosti brzog porasta plasmana finansijskih usluga. Karakteristika ekspanzije zapadnoevropskih banaka prvenstveno se odnosila na geografski bliske istočnoevropske zemlje. Tako su austrijske, nemačke i italijanske banke prodrle na susedna tržišta Republike Češke, Hrvatske, Poljske i Mađarske (Tabela 1-2.).

Tabela 1-2. Pet najvećih banaka akvizatora (po vrednosti transakcija) u istočnoevropskim zemljama, u periodu od 1996-2005. godine

Ime akvizatora	Zemlja akvizatora	Zemlje targeta	Prosečna vrednost transakcija (€milijardi)
Erste Bank	Austrija	Hrvatska, R. Češka, Mađarska, Rumunija, Srbija i CG, Slovačka	6,3
UniCredit	Italija	Bugarska, Hrvatska, R. Češka, Poljska, Turska	2,5
KBC/Almanji	Belgija/Holandija	R. Češka, Poljska, Mađarska, Slovačka	2,4
Swedbank	Švedska	Estonija	1,7
Societe Generale	Francuska	R. Češka, Rumunija, Ruska federacija, Slovenija	1,6

Izvor: PricewaterhouseCoopers, „European banking consolidation“, April 2006.

Međutim, ekspanzija zapadnoevropskih banaka ušla je u fazu zrelosti. Indikativan pokazatelj je veličina banakarske aktive koja se nalazi u rukama stranih banaka u odnosu na aktivu ukupnog bankarskog sistema tih zemalja. Proces privatizacije bankarskih sistema u zemljama Istočne Evrope je gotovo okončan.

Konsolidacija velikih evropskih banaka, koje posluju u regionima CEE i SEE, pokrenuće dalji talas konsolidacije na ovim tržištima. Ti procesi će biti pokretani od strane matičnih banaka u zemljama Zapadne Evrope. Tako je došlo do spajanja nemačke HVB i italijanske UniCredit banke; te dve banke imale su pre integracije značajne operacije u regionu CEE.

Kada se tržišta brzo razvijaju, kao što je do skora bio slučaj sa regionima CEE i SEE, strani akvizatori nastoje da ugrabe šanse uzlaznog perioda. Međutim, akvizicije banka u regionima u razvoju imaju i određene skrivene troškove. Između ostalog, potrebno je unaprediti infrastrukuru, upravljanje rizicima itd. Ali glavni problem na koji nailazi velika ekspanzija banaka iz zapadnoevropskih zemalja na bankarska tržišta istočnoevropskih zemalja je mogućnost da dođe do kriznog scenarija na globalnim finansijskim tržištima.

1.6. Aktivnost M&A transakcija u vreme globalne finansijske krize

Aktivnosti M&A transakcija se povećavaju u periodima pojačane privredne aktivnosti, nakon kojih sledi pad intenziteta M&A transakcija. Prethodno istorijsko iskustvo nas uči da se merdžerska aktivnost intenzivira kada su kamatne stope niske ili u opadanju, kao i da je podržana rastom cena akcija i privrednom ekspanzijom. S druge strane, merdžerska aktivnost usporava kada raste cena kapitala, mereno realnim kamatnim stopama.

Aktuelna finansijska kriza koja potresa svet dovodi do značajnih promena u strukturi i funkcionisanju globalnog finansijskog sistema. Kriza je u 2008. godini preneta sa hipotekarnog tržišta na tržište akcija i obveznica i ubrzo je postala prisutna na globalnom nivou. Najveća strukturna promena u sadašnjoj krizi je propast američkog modela investicionih banaka kao samostalnih finansijskih institucija. Kriza je preneta i na segment tradicionalnog bankarstva, ali je masovno povlačenje štednih depozita stanovništva kod banaka sprečeno garancijama države, s tim što su limiti ovih garancija znatno povećani. Efekti krize na realnu ekonomiju ublaženi su reagovanjima država u pravcu stabilizacije bankarskog sistema i vraćanja poverenja kod kompanija, investitora, klijenata i kreditora.

Dakle, istorijski posmatrano, u uslovima neizvesnosti, posebno neizvesnosti da tržišta kapitala pruže odgovarajuće izvore svežeg finansiranja, normalno je očekivati pad M&A aktivnosti. Stanje finansijskih tržišta imalo je snažan uticaj na ponašanje finansijskih kompanija i njihove strateške pioritete. Novi strateški prioriteti finansijskih kompanija podrazumevaju veći fokus na nacionalne prioritete, na stabilnost i solventnost poslovanja na račun uvećanja prihoda. Na osnovu karakteristika dvadeset najvećih transakcija iz 2008. godine (videti Tabelu 1-3.), koje čine 80% ukupne vrednosti transakcija, promene možemo generalizovati na sledeći način:

- *Nacionalizacija* nekih velikih finansijskih kompanija u smislu preuzimanja većinskog paketa akcija od strane države (više od polovine dvadeset najvećih transakcija su ovog tipa). Neki od primera podrazumevaju preuzimanje kompanije Fortis od strane belgijske vlade u toj zemlji, praćenu nacionalizacijom dela kompanije Dexia i rekapitalizacijom KBC-a.

- *Spasavanje kompanija* koje imaju značajne poteškoće u poslovanju. Neke od zapadnoevropskih finansijskih grupa iskoristile su šansu da preuzmu oslabljene ciljne kompanije na njihovim „sekundarnim domaćim tržištima“, pa je tako BNP Paribas preuzeo poslovanja grupe Fortis u Beligiji i Luksemburgu, od strane njihovih vlada.

- *Divestiranje poslovnih aktivnosti* koje nisu usko povezane sa jezgrom poslovne delatnosti. Često su vršene prodaje onih aktiva ili podružnica koje su geografski udaljene. Kao primer navodimo prodaju nemačkog segmenta retail bankarstva Citigroup grupi Credit Mutuel. Allianz je prodao Dresdner Bank u avgustu prošle godine, a na strani kupca se našla Commerzbank koja je u ovoj transakciji uvidela šansu za dalje produbljivanje domaćih aktivnosti na bankarskom sektoru. Ovakav trend može imati značajnijeg uticaja na operacije zapadnoevropkih banaka u regionima CEE i SEE. Svakako da će banke koje su ušle na ova tržišta razmišljati o divestiranju podružnica na tržištima gde nisu uspele da realizuju projektovane sinergetske benefite.

- Značajnije usmeravanje na realizaciju ekonomije obima i rast tržišnih udela na *nacionalnom nivou* i fragmentisanim domaćim tržištima. Trend koji će se

formirati oko ovakvih aktivnosti značiće nastavak konsolidovanja manjih i srednjih banaka na fragmentisanim tržištima Italije, Španije i Nemačke. Ovde možemo naglasiti potencijal za upotrebu novih inovativnih načina finansiranja transakcija poput svopova imovine (asset swaps).

- *Pad prekogranične aktivnosti* usmerene na tržišta u razvoju, pre svega na CEE i SEE. Pad aktivnosti usmeren na ova tržišta počeo je tokom 2007. godine, delom usled smanjenja broja atraktivnih ciljnih banaka, a delom usled kreditne krize. U 2008. godini smanjenje aktivnosti je nastavljeno, čemu su doprineli nedostatak likvidnosti, usporavanje ekonomskog rasta regiona, kao i nemogućnost akvizatora da pronađu povoljna sredstva na finansiranje novih transakcija.

Tabela 1-3. Top 20 transakcija u 2008. godini za evropski finansijski sektor

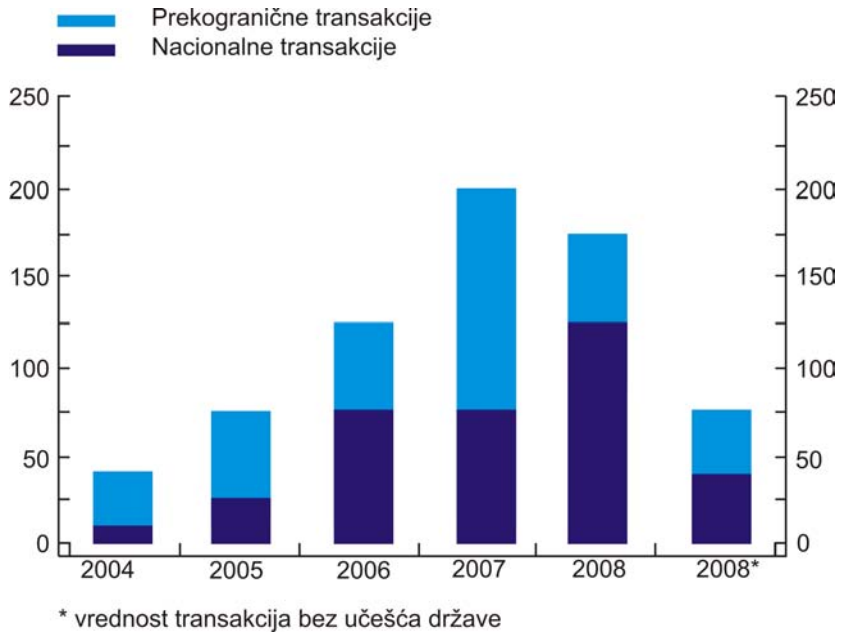
Vreme transakcije	Ime targeta	Zemlja targeta	Ime akvizatora	Zemlja akvizatora	Vrednost transakcije
Oktobar	Royal Bank of Scotland Group (udeo 57,9%)	UK	UK Treasury	UK	€25.487m
Oktobar	Fortis Bank Nederland	Holandija	States-General of the Netherlands	Holandija	€6.800m
Oktobar	HBOS (udeo 58,1%)	UK	UK Treasury	UK	€10.854m
Oktobar	ING Groep NV	Holandija	States-General of the Netherlands	Holandija	€10.000m
Avgust	Dresdner Bank AG	Nemačka	Commerzbank AG	Nemačka	€9.800m
Oktobar	Fortis SA/NV (udeo 75%); Fortis Banque Luxemburg (udeo 16%)	Holandija/Belgija	BNP Pribas SA	Francuska	€9.000m
Septemb.	HBOS plc	UK	Lloyds TSB Group plc	UK	€7.659m
Novemb.	Bayerische Landesbank	Nemačka	German Federal State of Bavaria	Nemačka	€7.000m
Septemb.	Dexia Group (udeo 34,4%)	Belgija	Vlade Belgije i Holandije	Blegija, Francuska	€6.000m
Oktobar	Lloyds TSB Group (udeo 32%)	UK	UK Treasury	UK	€5.746m
Jul	Citibank Privatkunden AG	Nemačka	Credit Mutuel SA	Francuska	€5.200m
Avgust	Roskilde Bank A/S	Danska	National Bank of Denmark	Danska	€5.000m
Septemb.	Fortis Bank SA/NV (udeo 49,9%)	Holandija/Belgija	Vlada Belgije	Belgija	€4.700m
Jun	Angel Trains Ltd	UK	Konzorcijum na čelu sa Babcock&Brown Ltd.	Australija, Kanada, Nemačka	€4.539m
Oktobar	KBC Groep NV	Belgija	Vlada Belgije	Belgija	€3.500m
Oktobar	AEGON NV	Holandija	States-General of the Netherlands	Holandija	€3.000m
Decemb.	Deutsche Postbank AG	Nemačka	Deutsche Bank AG	Nemačka	€2.790m
Jul	HSBC France SA	Francuska	Banque Federale des Banques Popularies	Francuska	€2.100m
Jul	Alliance and Leicester plc	UK	The National Treasury Management Agency	Španija	€1.673m
Decemb.	Anglo Irish Bank Corporation	Irska		Irska	€1.500m
			Top 20 transakcija		**€142.358m**
			Druge		**€36.127m**
			Ukupno za Evropu		**€178.485m**

Izvor: PricewaterhouseCoopers, „Back to the domestic future“, March 2009.

Prethodne promene označile su kraj dva trenda aktivnosti koji su dominirali finansijskim sektorima prethodnih godina. Prvo, označen je pad vrednosti ukupnih transakcija na

finansijskom sektoru, kao i bankarskom sektoru. Ukupna vrednost transakcija na evropskom sektoru finansijskih usluga umanjena je sa €208bn iz 2007. godine na €179bn u 2008. godini, od čega je vrednost transakcija na bankarskom sektoru iznosila €152bn. Ukoliko izuzmemo transakcije u kojima se država javlja kao akvizator, dolazimo do cifre od 65% pada vrednosti M&A transakcija u 2008. godini. Drugo, zabeležen je fokus na nacionalne transakcije, na račun prekograničnih (videti Grafikon 1-6.)[24]

Grafikon 1-6. Podela aktivnosti između nacionalnih i prekograničnih transakcija (vrednost u €bn)



Izvor: PricewaterhouseCoopers, „Back to the domestic future“, March 2009.

Smatramo da bi bilo korisno da na bazi analize o stanju fakata za 2008. godinu, konsultantske kuće McKinsey, ukažemo na ozbiljnost aktuelnog pada M&A aktivnosti, poredeći ga sa prethodnim iz 2000. godine.[25] U prethodnom ciklusu M&A aktivnosti, transakcije su dostigle rekordne vrednosti u 1999. godini, da bi nakon pucanja Internet balona i tadašnje krize, njihova vrednost bila skoro prepolovljena u narednoj godini. U 2002. godini ciklus je bio gotovo okončan sa rekordno niskom vrednošću ukupnih transakcija. Možemo uočiti da kod aktuelne krize ne postoje tako dramatični preokreti u trendu aktivnosti. Neke specifičnosti trenutnog trenda su odnosu na prethodni su sledeće:

[24] PricewaterhouseCoopers, „Back to the domestic future“, March 2009.

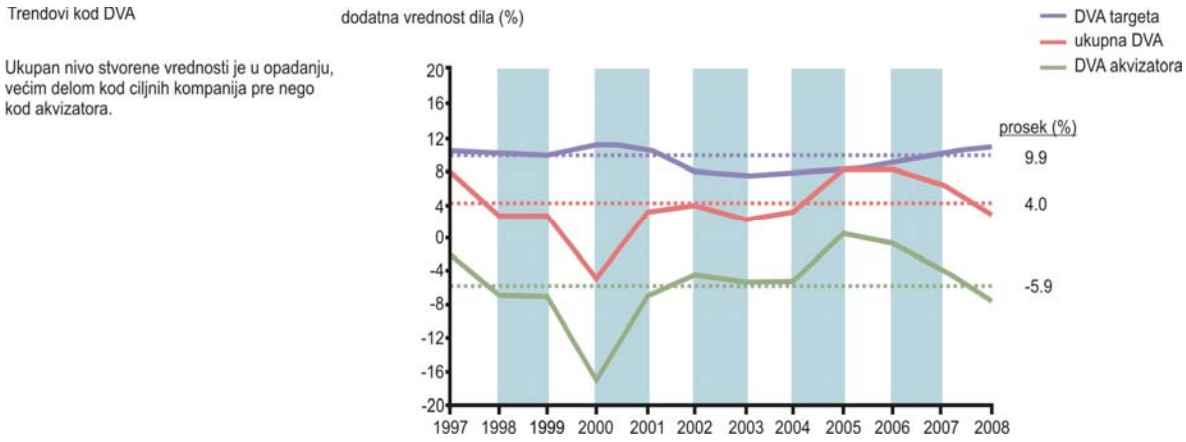
[25] Pogledati rad Antonio Capaldo, David Cogman, Hannu Suonio, „What’s different about M&A in this downturn“, *McKinsey on Finance,* Number 30, Winter 2009.

- U prethodnom ciklusu aktivnosti, M&A aktivnost je bila lokalnog karaktera, za razliku od trenutne koja je globalnog karaktera. Naime, u 2001. i 2002. godini ukupna vrednost transakcija bila je nepravilno distribuirana na SAD, Evropu i Aziju i to 60, 30 i 10% ukupne vrednosti transakcija, redom. Od 2005. do 2008. godine distribucija je nešto pravilnija i iznosi 40, 40 i 20%, istim redom. Prekogranička aktivnost je uvećana sa 23% iz 2000. godine na 29% u 2006. godini, odnosno 41% u 2007., da bi pala na 37% u 2008. godini. Tržišta u razvoju i transakcije usmerene na njih značajno doprinose da aktivnost ostane na visokom nivou.

- Prethodnim ciklusom aktivnosti dominirali su megadilovi, vrednosti preko $10 milijardi, motivisani rastućim poverenjem na tržištima i trendom koncentracije. U 2008. godini, ovakvih dilova je bilo značajno manje, a većinu transakcija predstavljali su dilovi restrukturirajućeg karaktera na finansijskom sektoru (npr. akvizicija Merill Lyncha od strane Bank of America). Broj od 37 ovakvih dilova, ukupne vrednosti $833 milijarde, predstvlja značajan udeo u ukupnoj M&A aktivnosti.

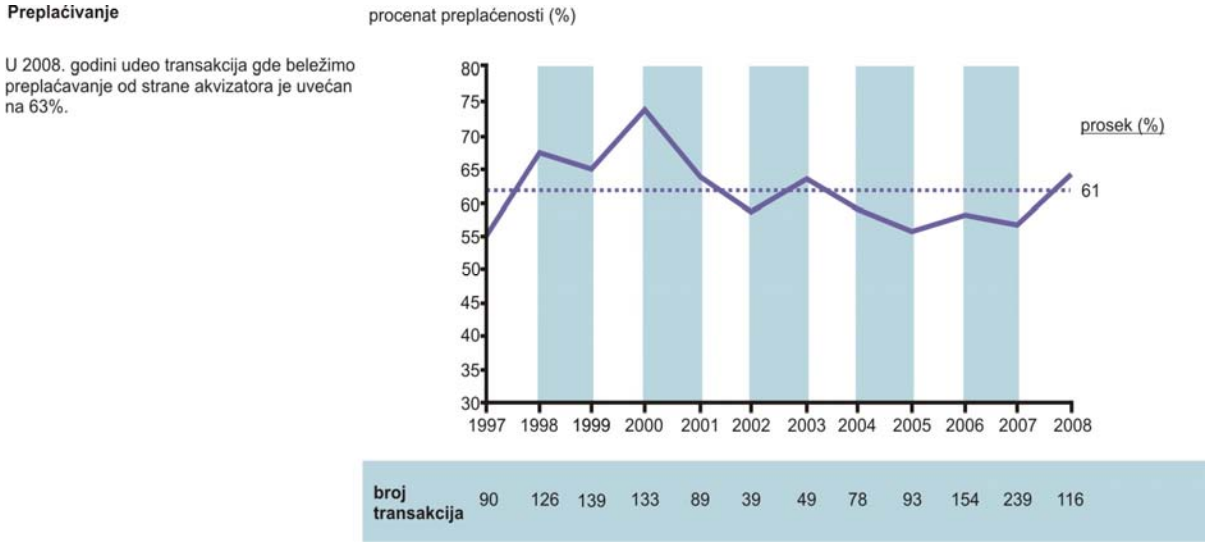
- Strateški kupci u ovom ciklusu nisu izgubili kompas u pogledu vrednosti. Iako je, generalno, prisutan trend preplaćivanja ciljnih kompanija, posebno kada je aktivnosti u fazi buma, ovde to nije bio slučaj, jer je zabeležen konstantan rast vrednosti koji su M&A transakcije kreirale. Ipak, u 2008. godini, prosečna dodata vrednost dila (deal value added, DVA), kao mera ukupne vrednosti koji su kreirali akvizator i ciljna kompanija, smanjena je sa nivoa od 6,4% iz 2007. na 2,8% u 2008. (Grafikon 1-7.). Pad vrednosti prvenstveno je reakcija na pad vrednosti za akvizatore, dok je za ciljne kompanije zabeležen blag rast u odnosu na prethodne godine. Objašnjenja treba tražiti u reakcijama tržišta, a posebno na strani koja posmatra premije koje akvizatori plaćaju i koliko su preplatili ciljnu kompaniju. Sa narednog grafikona 1-8. možemo videti da je vrednosti preplaćivanja uvećana u 2008. godini na 63%.

Grafikon 1-7. Trendovi kod DVA



Izvor: A. Capaldo, D. Cogman, H. Suonio, „What's different about M&A in this downturn", *McKinsey on Finance*, Number 30, Winter 2009.

Grafikon 1-8. Preplaćivanje



Izvor: A. Capaldo, D. Cogman, H. Suonio, „What's different about M&A in this downturn", *McKinsey on Finance*, Number 30, Winter 2009.

Ukoliko bismo pokušali da sagledamo kratkoročne perspektive dalje M&A aktivnosti, bitno je da naglasimo da postojeća neizvesnost, koju je kriza uslovila, ne pogoduje donošenju poslovnih odluka kao što su merdžeri ili akvizicije. Podrška države u spasavanju banaka, iako od značaja za sistemsku stabilnost, dodatno doprinosi neizvesnosti u pogledu M&A aktivnosti. Nemoguće je sa sigurnošću sagledati na koji način će država uticati na strukture banaka i njihove strategije.

Dalje, u uslovima neizvesnosti i nedostatka kapitala prioriteti poslovanja se okreću ka stabilnosti poslovanja organizacije i obezbeđenju kontinuiteta daljeg poslovanja, postizanju veće operativne efikasnosti i nastojanju da se postojeći kapital koristi na najefikasniji način.

Ključno je pitanje da li će kompanije u ovakvim uslovima ići u ekspanziju poslovanja ili smanjenje obima, kroz divestiranje onih operacija koje nisu usko povezane sa osnovnim poslovnim aktivnostima. Divestiranje dela aktivnosti je najlakši način da se brzo dođe do kapitala. Međutim, u situaciji kada je moguće prodati one aktivnosti koje donose najviše novčanih tokova, divestiranje prestaje da bude strategija i postane neophodnost za kompanije.

Za finansijske institucije je od vitalnog značaja da počnu da razmišljaju o tome gde vide svoje poslovanje u budućnosti i koja su to tržišta na koja će staviti fokus. Promene koje su posledica finansijske krize su distruptivnog karaktera, ali one znače šanse. U budućnosti banke moraju da postave adekvatne vizije svog poslovanja, a ne samo strategije. U tom kontekstu, merdžeri i akvizicije će svakako predstavljati sredstva koja su od vitalnog značaja za prevođenje tih vizija u realnost.

GLAVA 2:

DETERMINANTE MERDŽERA I AKVIZICIJA

DETERMINANTE MERDŽERA I AKVIZICIJA

Analitička osnova
Tržišna ekspanzija
Ekonomija obima
Ekonomija okvira
Ostale determinante
Empirijska istraživanja
Determinante strukture evropskog bankarskog sistema
Determinante merdžera i akvizicija u zemljama
Centralne i Istočne Evrope

2.1. Analitička osnova

Najopštiji motiv za sprovođenje merdžera ili akvizicija je da kompanija gleda na akviziciju kao na profitabilnu investiciju. Merdžeri i akvizicije su alternativni oblici interne investicione aktivnosti. Kompanije se odlučuju na sprovođenje akvizicije kada ocene da je to profitabilan način uvećanja kapaciteta, sticanja novih znanja i veština, ulaska na nova proizvodna i geografska tržišta, realokacije sredstava u pravcu efikasnije vlasničke strukture/menadžmenta. Ove odluke predstavljaju deo šireg strateškog plana koji je usmeren na pozicioniranje kompanije kako bi ostvarila svoje dugoročne ciljeve.

U osnovi svake akvizicije ili merdžera je razlika u vrednovanju kompanije između dosadašnjeg i novog vlasnika. Ova vrednovanja počivaju na diskontovanoj vrednosti budućih očekivanih novčanih tokova pod novim menadžmentom. Procena potencijalnog akvizatora zavisiće ne samo od njegovog koncepta kako upravljati pripojenim sredstvima, već i na prednostima ili nedostacima koji mogu proisteći iz kombinovanja sredstava pod kontrolom menadžmenta akvizatora.[26]

Pre skoro pola veka, Miller i Modigliani (1961) bili su pioniri koncepta o vrednosti merdžera, po kojem vrednost za akvizatora koji preuzima ciljnu kompaniju može biti iskazana kao sadašnja vrednost buduće dobiti ciljne kompanije i diskontovanih šansi za

[26] T. Hannan, S. Pilloff, Acquisitions Targets and Motives in Banking Industry, Finance and Economics Disscussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., *Staff working papers* 40, 2006., str. 8, 9

rast koje ciljna kompanija nudi.[27] Ako je očekivana stopa prinosa na šanse rasta veća od troška kapitala, spojeni entiteti stvaraju vrednost i merdžer treba uzeti u razmatranje.

Kako bi ostvarili nadtržištnu stopu prinosa zahtevanu za uspešan merdžer dve kompanije, kombinovani entiteti moraju stvoriti nove novčane tokove i na taj način uvećati kombinovanu vrednost spojenih kompanija. Novi novčani tokovi mogu proisteći iz direktnih i indirektnih troškovnih ušteda ili iz uvećanih prihoda.

Iz ugla akcionara, M&A transakcije moraju doprineti maksimizaciji vrednosti postakvizicione kompanije. Ovo znači maksimizaciju sadašnje vrednosti očekivanih budućih neto prinosa, korigovane za rizik. To predstavlja maksimizaciju sledeće funkcije:

$$NPV_f = \sum_{t=0}^{n} \frac{E(R_t) - E(C_t)}{(1 + i_t + \alpha_t)^t}$$

gde je $E(R_t)$ = očekivani budući prihod kompanije, $E(C_t)$ = očekivani budući operativni troškovi koji uključuju izdvajanja za restrukturiranje i sl. Neto očekivani prinosi u brojiocu moraju biti diskontovani na sadašnju vrednost koristeći nerizičnu stopu i_t, i kompozitnu stopu prilagođavanja rizika α_t, koja uključuje varijansu očekivanih neto budućih prinosa usled kreditnog, tržišnog, operativnog, reputacionog rizika i sl.[28]

Glavna pitanja se odnose na to kako će transakcija uticati na svaku od ovih varijabli:

- Očekivane koristi u pogledu prihoda, reflektovane povećanjem $E(R_t)$, usled širenja tržišta, rasta tržišnog uleda, širih profitnih margina, uspešne unakrsne prodaje usluga i sl.

- Očekivane koristi u pogledu neto dobiti vezi su sa nižim troškovima usled ekonomije obima ili unapređene operativne efikasnosti, koja se najčešće ogleda kroz poboljšan pokazatelj odnosa troškova/profita (*cost-to-income*).

- Očekivana smanjenja rizika u vezi su sa unapređenim upravljanjem rizicima ili diversifikacijom poslovanja na šire poslovne tokove, segmente klijenata ili geografska tržišta sa kojih prihodi nisu savršeno korelisani i stoga doprinose umanjenju kompozitnog α_t.

[27] M. Miller, F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" *Journal of Business* vol. 34, no. 4, 1961.

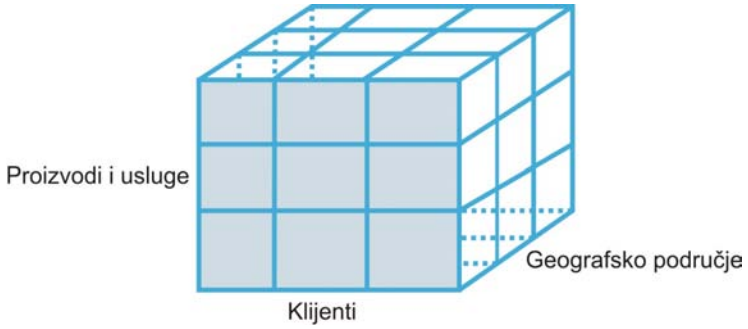
[28] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 61

2.2. Tržišna ekspanzija

Jedan od klasičnih motiva za sprovođenje M&A je tržišna ekspanzija. Kompanija želi da proširi svoje geografsko prisustvo na tržišta na kojima do tada nije bila prisutna. Ili želi da proširi spektar ponude, jer sagledava atraktivne šanse koje su komplementarne onome čime se već bavi. Ili pak želi da proširi bazu klijenata iz sličnih razloga. Svaki od ovih poteza u pogledu taktičnog sprovođenja stoji pred alternativom kupiti ili izgraditi (buy or build). Kupovina firme i njenih kapaciteta je uvek brža i efikasnija alternativa, a u mnogim slučajevima i jeftinija.

Model koji na jedinstven i sveobuhvatan način ukazuje na dinamiku konkurentnosti specifičnih tržišta koja nastaju kroz tržišnu ekspanziju kompanije razvio je Ingo Walter. Na Slici 2-1A dat je grafički prikaz tržišta finansijskih usluga u smislu matrice klijenata, proizvoda i geografskog područja. Finansijske institucije nastoje da alociraju finansijske, ljudske i tehnološke resurse na one ćelije koje obezbeđuju najveći prinos pri datom riziku. Prethodno se moraju na odgovarajući način rasporediti troškovi, prinosi i rizici na određene ćelije u matrici.[29]

Slika 2-1A. Strategijsko pozicioniranje

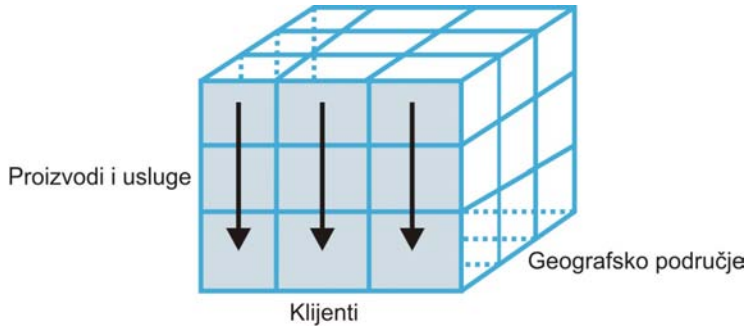


Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 62

Veze koje su podstaknute klijentima kao na Slici 2-1B postoje kada finansijska institucija može pružiti usluge istom ili drugom klijentu iz iste grupe na efikasniji način. Smanjenje rizika rezultuje ako se on bolje rasporedi na širu potrošačku bazu, uz veću stabilnost prihoda do nivoa gde tokovi zarada od različitih klijenata ili segmenata klijenata nisu savršeno korelisani.

[29] Ingo Walter, str. 62-64

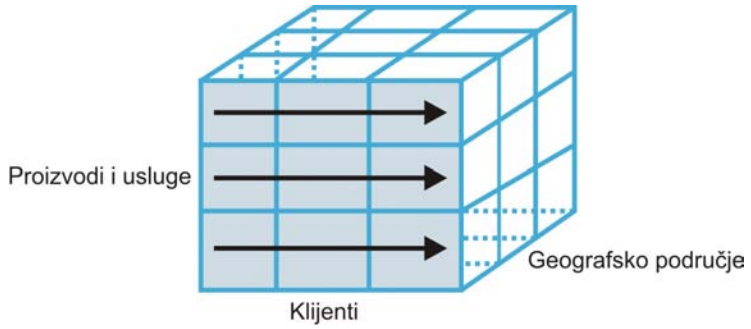
Slika 2-1B. Veze podstaknute klijentima



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 63

Veze podstaknute proizvodima i uslugama date su na slici 2-1C pri čemu institucija može pružati određenu finansijsku uslugu na konkurentniji način, jer već proizvodi i pruža istu ili sličnu finansijsku uslugu drugoj dimenziji klijenata. Ovde opet beležimo smanjenje rizika do nivoa na kom neto tokovi prihoda koji proizilaze iz različitih proizvoda nisu perfektno korelisani.

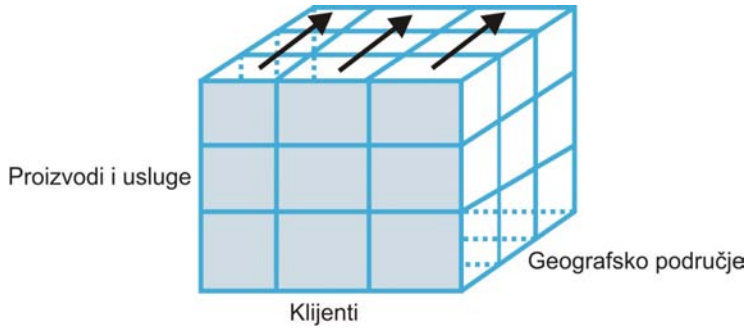
Slika 2-1C. Veze podstaknute proizvodima i uslugama



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 63

Geografska povezanost data na slici 2-1D je važna kada institucija može da opslužuje određenog klijenta ili da pruži određenu uslugu na efikasniji način na određenom tržištu kao rezultat aktivnog prisustva na drugom. Opet, profil rizičnosti kompanije može biti unapređen do onog nivoa gde postoji poslovanje sa različitim valutama i sredinama sa različitim kamatnim stopama i sl.

Slika 2-1D. Geografska povezanost



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 64

Za velike finansijske firme često je teško precizno proceniti vrednost za akcionare koja bi proistekla iz tržišne ekspanzije. U tom cilju, kompanije moraju razumeti dinamiku konkurentnosti specifičnih tržišta koja nastaju kroz tržišnu ekspanziju. Posebno izazovan zadatak se odnosi na optimizaciju veza između ćelija kako bi maksimizirali zajedničke troškovne ili dohodovne ekonomije.

2.3. Ekonomija obima

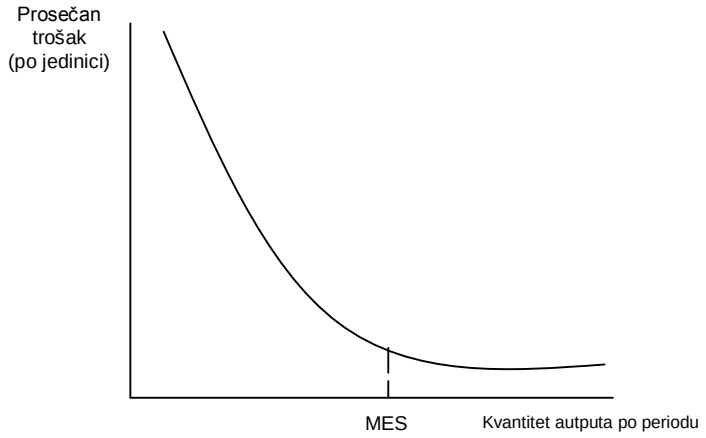
Kod informaciono i distributivno intenzivnih privrednih grana sa visokim fiksnim troškovima, kao što su finansijske usluge, trebalo bi da postoji ogroman potencijal za realizaciju ekonomije obima (economy of scale). S druge strane, suprotni efekti su mogući kod velikih finansijskih kompanija usled rasta administrativnih opštih troškova, kompleksnosti upravljanja, menadžerskih problema (agent problem) i drugih sličnih troškovnih faktora.

Ako se firma bavi proizvodnjom više međusobno povezanih proizvoda, smanjenje troškova moguće je realizovati kroz ekonomije obima. Ekonomija obima odnosi se na smanjenje troškova proizvodnje proizvoda usled rasta obima proizvodnje u datom vremenskom periodu. Pošto troškovi proizvodnje imaju fiksnu komponentu, važno je da se oni rasporede na što veći obim proizvoda/usluga, što predstavlja suštinu ekonomije obima. Kako firma posle merdžera/akvizicije proizvodi i prodaje znatno veći obim proizvoda nego pre toga, šansa za ekonomiju obima postoji. To je razlog za projektovanje i sprovođenje mnogih merdžera i akvizicija.

Međutim, kod ekonomije obima postoji ograničenje u vidu nivoa minimalne efikasnosti (minimum efficient scale, MES). Kako raste obim proizvodnje, troškovi proizvodnje

isprva opadaju naglo, a zatim jako sporo pre nego pređu u ravnu liniju. Ekonomiju obima je nemoguće ostvariti iznad ove granice.[30]

Grafikon 2-1. Obim minimalne efikasnosti proizvodnje



Izvor: Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges,* FT Prentice Hall, 2003., str. 107

Kada firma pređe obim minimalne efikasnosti, daljih poboljšanja efikasnosti više nema. Ako firma postane jako velika, organizacioni problemi mogu dovesti do suprotne pojave, koja se naziva negativna ekonomija obima (diseconomy of scale). Ona nastaje usled disperzije upravljačke kontrole i monitoringa, neefektivnosti komunikacije itd.

Može se razlikovati više vrsta ekonomija obima.[31]

1. **Troškovna ekonomija obima**. Troškovna efikasnost se postiže smanjenjem prosečnih troškova po jedinici autputa putem povećanja proizvodnje istog proizvoda.

2. **Ekonomija brenda**. U većoj kompaniji smanjuju se troškovi brenda po jedinici proizvoda. Strategijska važnost brenda je smatra važnim izvorom konkurentske prednosti.

3. **Dohodovna ekonomija obima**. Merdžeri omogućavaju bankama da formiraju veće iznose primarnog i sekundarnog kapitala. Snažnija kapitalna baza dozvoljava bankama da odobre kredite u većim iznosima, a sem toga omogućuju kompleksniju poslovnu strategiju i angažovanje kvalitetnijih kadrova.

[30] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges,* FT Prentice Hall, 2003., str. 107

[31] J. Dermine, The Economics of Bank Mergers in the European Union, *Review of the Public Policy Issues,* May 1999.

4. **Ekonomija obima sigurnosne mreže**. Kada banka dovoljno poveća obim aktive i kapitala, ona neformalno dobija kvalifikaciju da je „prevelika da bi propala“ (too big to fail). To banci daje pojačanu sigurnost da će biti spasena (bail out) u slučaju da postane nesolventna. To može da navede menadžment banke da uđe u tzv. moralni hazard, tj. da se angažuje u rizičnim poslovnim operacijama. Ukoliko se te rizične operacije pokažu kao uspešne, dobit pripada banci, a u suprotnom slučaju velika banka očekuje da će biti spasena od strane centralne banke ili države. Iako su operacije u smislu moralnog hazarda štetne sa gledišta finansijskog sistema zemlje, menadžmenti velikih banaka ih nekad praktikuju. Manje banke ne mogu da računaju za ovu neformalnu sistemsku privilegiju koju uživaju samo velike banke.

Istraživanja ekonomije obima uglavnom se odnose na ukupno poslovanje banaka. Međutim, može se govoriti o specifičnoj ekonomiji obima za određene grupe bankarskih proizvoda. U tom slučaju posmatra se veza između povećanja obima određene grupe bankarskih proizvoda/usluga i njihovih prosečnih troškova za banku. Tako se može analizirati efekat povećanja bankarskih zajmova ili neke druge grupe bankarskih proizvoda na njihove prosečne troškove. Pri tome se očekuje da će sa povećanjem obima takvih bankarskih proizvoda dolaziti do izvesnog sniženja prosečnih troškova tih proizvoda, nezavisno od povećanja ukupnog poslovanja te banke i povećavanja njene bilansne sume i/ili vanbilansnih pozicija.

Altunbas et al. (2001) procenili su ekonomiju obima koristeći podatke bilansa stanja i uspeha banaka 15 zemalja EU u periodu od 1989. do 1997. godine. Oni su konstatovali da je prosečna ekonomija obima u gornjem uzorku iznosila 5% do 7%. To znači da pri povećanju bankarskih autputa od 100%, ukupni troškovi rastu u proseku za 93% do 95%.[32]

Razna empirijska istraživanja evropskih banaka pokazala su da je ekonomija obima dosta različita kod posmatranih banaka, što bi trebalo imati u vidu kod projektovanja merdžera i akvizije banaka. U istraživanjima postoji konsenzus je da potencijal ostvarivanja ekonomije obima imaju evropske banke male veličine (ispod $200 miliona vrednosti aktive) i srednje veličine (vrednosti aktive između 1 i 5 milijardi dolara).

Kriva prosečnih troškova kod velikih banaka brzo postaje ravna linija, što znači da ekonomija obima prestaje da funkcioniše. Međutim, primećeno je da se donja granica kod velikih banaka vrmenom pomera naviše. Razloge treba tražiti pre svega u primeni novih tehnologija, koje značajno menjaju strukturu troškova poslovanja, dok tržišna deregulacija snažno utiče na procese formiranja velikih banaka.

[32] Y. Altunbas, E.P.M. Gardner, P. Molyneux, B. Moore, Efficiency in European Banking, *European Economic Review*, 45 (10), 2001.

2.4. Ekonomija okvira

Nasuprot ekonomiji obima koja se postiže raspoređivanjem troškova na rastući nivo autputa *jedinstvenog* proizvoda, ekonomija okvira se realizuje raspoređivanjem troškova na rastući autput *različitih* proizvoda. Dakle, ostvarivanje ekonomije okvira moguće je jedino kod kompanija koje proizvode više različitih proizvoda.

Kod ekonomije okvira može se razlikovati:[33]

1. troškovna ekonomija okvira,
2. prodajna (dohodovna) ekonomija okvira.

Troškovna ekonomija okvira postoji kada je zajednička proizvodnja dva ili više proizvoda/usluga jeftinija nego njihova zasebna proizvodnjom. Ekonomija okvira je evidentna na troškovnoj strani kada je trošak proizvodnje više proizvoda manji od troškova njihove individualne proizvodnje. Na strani ponude, banke mogu ostvariti troškovne uštede kroz zajedničke opšte troškove, na primer za troškove informacionog sistema.

U američkim istraživanjima se ekonomije okvira mere ukupnim troškovima kompanije u poređenju sa troškovima koji bi postojali da je kompanija razbijena na delove koji bi nudili manje setove proizvoda/usluga. Rezultati američkih istraživanja pokazuju da postoji nedostatak ekonomije okvira. Istraživanja u Evropi, takođe ne nalaze značajnije prisustvo ekonomija okvira, čak i kod prekograničnih merdžera velikih banaka.[34] Ipak, treba primetiti da mnoga od ovih istraživanja uključuju institucije koje se orijentišu van jezgra svog poslovanja (bankarstva ili osiguranja) ili koje su imale značajne početne troškove u vezi sa proširenjem spektra svojih aktivnosti.

Dohodovna ekonomija okvira. Na strani prihoda, ekonomija okvira može se pripisati unakrsnoj prodaji. Na strani ponude nastaje kada je ukupni trošak kupca više finansijskih usluga kod jednog ponuđača manji od troškova kupovine istih usluga od različitih ponuđača. Na strani tražnje, ekonomija okvira znači da klijenti finansijske institucije prošireni spektar svojih finansijskih potreba zadovoljavaju kod jedne institucije, s tim je to pogodnost za koju su spremni da plate premiju. Banke koje nude usluge komercijalnog i investicionog bankarstva mogu postići ekonomiju okvira za svoje klijente na više načina. Na primer, kada komercijalne banke garantuju emisiju hartija od vrednosti (underwriting), one koriste tehnike upravljanja rizicima koje su izvorno razvile u procesima odobravanja kredita.

---

[33] J. Dermine, „The Economics of Bank Mergers in the European Union“, *Review of the Public Policy Issues*, Maj 1999.

[34] J. Dermine, 1999.

Postoje specifični vertikalni merdžeri (koji su u 1990-im godinama bili značajni po broju i vrednosti) kod kojih se autputi jedne finansijske delatnosti plasiraju kroz distribucione kanale koji su prvobitno bili kreirani u okviru druge finansijske delatnosti.[35] U tom smislu došlo je do kreiranja *bancassurance*, kada se proizvodi osiguranja prodaju kroz distribucione kanale bankarstva. Na toj osnovi došlo je do vlasničke i organizacione integracije komercijalnih banaka sa osiguravajućim kompanijama.

Tako je Credit Suisse 1997. godine platio $8.8 milijardi za akviziciju firme Winterthur koja predstavlja drugu po veličini osiguravajuću kompaniju u Švajcarskoj. Fortis Group je nastala integracijom poslovanja bankarstva i osiguranja u zemljama Beneluksa. Holandska ING Group nastala je na isti način. U Nemačkoj je velika osiguravajuća kompanija Allianz preuzela Dresdner Bank AG.[36]

U SAD je osiguravajuća kompanija Travelers serijom akvizicija 1990-ih godina proširila svoje poslovanje na sektor hartija od vrednosti tako što je najpre kupila brokersku firmu Smith Barney, a zatim i investicionu banku Salomon Brothers. Kada je Travelers 1998. godine kupila komercijalnu banku Citibank, stvorena je finansijska institucija sa punim spektrom finansijskih usluga pod nazivom Citigroup. Ovaj merdžer, kojim je nastala Citigroup, bio je motivisan benefitima na dohodovnoj strani. Pokretačka snaga te integracije bila je da se iskoristi sinergija dve kompanije za pružanje finansijskih usluga i to na polju distribucionih kanala kao i geografske pokrivenosti.

Univerzalno bankarstvo i ekonomija okvira. Univerzalne banke su finansijske institucije kojima je dozvoljeno da pružaju vrlo širok spektar finansijskih proizvoda i usluga i to širokom krugu korisnika. Ove institucije se bave poslovima komercijalnog bankarstva, poslovima investicionog bankarstva i poslovima osiguranja, čak mogu da imaju vlasničke udele u drugim kompanijama, uključujući i nefinansijske kompanije. Nasuprot njima, specijalizovane banke su ograničene na ponudu užeg spektra finansijskih proizvoda i usluga.

Motivi univerzalnog bankarstva i ostvarivanja ekonomije okvira iz ovakvog načina poslovanja mogu biti pripisani strani ponude i tražnje. Na strani tražnje, potrošači mogu imati benefite u vidu smanjenja određenih troškova. Na primer, stanovništvo ima benefite dobijanjem usluga komercijalnog bankarstva i brokerskih usluga na jednom mestu, dok korporativni sektor može smatrati pogodnijim da na jednom mestu zadovoljava potrebe komercijalnog i investicionog karaktera. Na strani ponude, benefiti mogu da se sastoje u diversifikaciji prihoda. Sinergetski benefiti mogu se postići raspoređivanjem fiksnih troškova ili smanjenjem troškova informacija, jer se ove mogu koristiti ne samo u bankarskim poslovima, već i kod pružanja usluga osiguranja. Isto tako, kombinovanje neperfektno korelisanih bankarskih aktivnosti, poslovanja sa osiguranjem kao i sa

[35] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, FT Prentice Hall, 2003., str. 149

[36] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 70

hartijama od vrednosti može doprineti smanjenju opšteg rizika univerzalnog bankarstva, što omogućava niže troškove upravljanja rizicima.[37]

2.5. Ostale determinanate

2.5.1. X-efikasnost

Pored ekonomije obima i troškovne ekonomije okvira, finansijske firme, koje imaju približno istu veličinu i pružaju približno isti spektar usluga, mogu imati veoma različit nivo troškova po jedinici autputa. Postoji dosta dokaza o ovakvim razlikama u performansama, na primer sagledavanjem *cost-to-income* pokazatelja banaka slične veličine. Razlike leže u različitim proizvodnim funkcijama, efikasnosti i efektivnosti korišćenja rada i kapitala, upotrebi dostupne tehnologije, organizacionog modela poslovanja, nagrađivanja i sistema podsticaja za menadžment – što se sve naziva X-efikasnošću. Postizanje X-efikasnosti ostvaruje se kada se, bez obzira na obim poslovanja, inputi koriste na najbolji mogući način.[38] To se može postići na primer ako nema otpada inputa za dati nivo autputa.

X-efikasnost odnosi se na činjenicu da pri datom nivou autputa banka posluje sa maksimalnom troškovnom efikasnošću. Izvor efikasnosti se često navodi kao primarni motiv za nacionalne merdžere, jer se spajanjem dve banke lakše vršiti koordinirano smanjenja prevelike mreže filijala.[39]

Ekonomije obima i okvira daju mere stepena do kojeg se troškovi po jedinici mogu umanjiti uz ukupan obim proizvodnje odnosno spektar proizvoda. Alokativne neefikasnosti uzrokovane su neoptimalnom upotrebom miksa inputa. Tako X-neefikasnosti nastaju kao neuspeh da se minimiziraju troškovi proizvodnje datog obima ili okvira autputa, usled administrativnih troškova ili namernih odluka menadžmenta. Ubiranje plodova ekonomije obima podrazumeva rast obima poslovanja, dok se ekonomije okvira koriste kroz diversifikaciju autputa. Umanjenje X-neefikasnosti zahteva smanjenje troškova, čime se firma orijentiše u pravcu najefikasnijeg načina korišćenja resursa.[40]

---

[37] IMF, Financial Sector Consolidation in Emerging Markets, Ch. V, *International Capital Markets*, August 2001.

[38] European Central Bank, *Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications*, December 2000.

[39] J. Dermine, „The Economics of Bank Mergers in the European Union“, *Review of the Public Policy Issues*, May 1999.

[40] S. Heffernan, *Modern Banking*, John Wiley & Sons., 2005., str. 478

Brojni autori su pronašli velike disparitete kod strukture troškova među bankama slične veličine, što pokazuje da je način upravljanja bankom važniji od njene veličine i selekcije poslova kojima se bavi. U istraživanjima sprovedenim u SAD došlo se do konsenzusa da prosečan trošak po jedinici proizvoda u bankarskom sektoru iznosi 20% više od najpovoljnijeg troška kompanije koja proizvodi isti spektar i obim usluga, čemu više doprinose operativna ekonomija nego razlike u troškovima izvora finansiranja.[41]

2.5.2. Tržišna snaga

Pored pokušaja da se ostvare operativne uštede i dohodovne sinergije, finansijske institucije nastoje da postignu dominantnu poziciju na tržištu kako bi povećale prinose. Fokusirajući sa na određeno tržište, spojene finansijske firme mogu povećati tržišni udeo i potom iskoristiti prednosti monopolističkih ili oligopolističkih prinosa. Tržišna snaga firmama dozvoljava da više naplate ili plate manje za istu uslugu.

Horizontalni merdžer dve firme na istom tržištu dovodi do rasta tržišnog udela, koji dalje dovodi do rasta tržišne snage kako bi se diktirala cena autputa ili se efektivnije necenovno takmičilo. Rast prihoda moguće je ostvariti snižavanjem cena proizvoda koji su jako cenovno osetljivi. Tamo gde merdžer rezultuje povećanjem tržišne snage spojenih firmi, rast tržišnog udela i nepromenjena cenovna elastičnost njihovih proizvoda takođe dovode do rasta prihoda.[42]

Glavno strategijsko pitanje je vezano za izgled buduće konkurentske strukture različitih dimenzija sektora finansijskih usluga. Empirijska je činjenica da operativne margine teže da budu pozitivno korelisane sa većim nivoom koncentracije tržišta. U kontekstu snažnih finansijskih integracija je sve snažniji motiv da se ostvari povećanja tržišnog udela na domaćem tržištu. Ovo je posebno tačno u slučaju velikih banaka koje nastoje da postignu dominantnu poziciju na tržištu, ne samo da bi ostvarile benefite na dohodovnoj strani, već kako bi se bolje pozicionirale u procesu aktuelnih prekograničnih spajanja, u ofanzivnom i defanzivnom smislu.

2.5.3. Hubris hipoteza

Odluke i akcije menadžmenta kompanije ne moraju biti uvek podređene cilju maksimiziranja njene vrednosti. Ako tržište kapitala nije savršeno, odnosno ako se ciljevi vlasnika i menadžera ne poklapaju, menadžeri mogu preduzeti akcije koje nisu u interesu vlasnika već su u njihovom sopstvenom interesu. Na primer, menadžeri mogu osećati veću satisfakciju ukoliko vode veću kompaniju ili ako raste sigurnost njihovog položaja.

---

[41] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 67

[42] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, FT Prentice Hall, 2003., str. 100

Stoga se oni mogu opredeliti na merdžere koji će povećati veličinu kompanije, čak i ako to ne vodi povećanju vrednosti kompanije.[43] Poseban slučaj ovakve hipoteze je arogantnost menadženta koja vodi preplaćivanju ciljne kompanije, samo kako bi se realizovao cilj preuzimanja.

2.5.4. Vlasničko preuzimanje nedovoljno efikasnih banaka

Banke koje u pooštrenim tržišnim kriterijumima nisu u stanju da ostvare potrebnu efikasnost i profitabilnost, često izlaz vide u tome da budu preuzete od strane neke efikasnije i profitabilnije banke. Nova vlasnička struktura u preuzetoj banci obično uvodi novu menadžersku ekipu koja nastoji da putem odgovarajućih programa obezbedi kvalitetnije poslovanje i povećanje profitabilnosti u narednom periodu.[44]

2.6. Empirijska istraživanja

Empirijska literatura koja se bavi ekonomijom obima i okvira bazirana je najvećim delom na dokazima koji dolaze iz SAD, dok se manji deo istraživanja odnosi na Evropu. Međutim, osnovni stavovi važe u visokom stepenu za oba pomenuta geografska područja i oni su sledeći:

- Banke koje posluju na tržištima koja su više koncentrisana obično naplaćuju više kamatne stope na manje poslovne zajmove, a plaćaju niže kamatne stope na depozite stanovništva.

- Istraživanja ekonomije obima identifikovale su donje granice bilansnih aktiva potrebnih za postizanje te ekonomije. Novija istraživanja pokazuju da se ta granica pomera na gore, a smatra se da razlog leži u novim tehnologijama koje značajno menjaju strukturu troškova.

- Istraživanja generalno nalaze malo dokaza o realizaciji ekonomije okvira.

- Istraživanja pokazuju da kod banaka obično postoje neefikasnosti, te da merdžeri banaka iste veličine na nacionalnom planu značajnije poboljšavaju performanse spojenih banaka u pravcu ostvarenja X-efikasnosti. U ovom kontekstu, M&A su odlične metode za restrukturiranje banaka u cilju postizanja veće efikasnosti.

[43] Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

[44] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Center for Peace and Development, Beograd, 2006., str. 293

Motivi za realizaciju četiri tipa M&A mogu se klasifikovati na sledeći način.[45]

Tabela 2-1. Glavni motivi i mogućnosti realizacije četiri tipa M&A

	U okviru jedne zemlje	**U različitim zemljama**
Između kreditnih institucija	**Domaći bankarski M&A** Ekonomije obima u vezi sa troškovima su glavni motiv. Smanjenje distributivne mreže i administrativnih funkcija (racionalizacija), uključujući informacionu tehnologiju i upravljanje rizicima.	**Međunarodni bankarski M&A** Veličina, tj. potreba za odgovarajućom veličinom je glavni motiv. Usklađivanje veličine klijenata i budućih klijenata. Moguća racionalizacija administrativnih funkcija.
U različitim sektorima	**Domaći konglomerati** Ekonomije okvira kroz unakrsnu prodaju su glavni motiv. Diversifikacija rizika i prihoda. Optimalna upotreba komplementarnih kanala distribucije. Moguća racionalizacija administrativnih funkcija može dovesti do troškovne ekonomije obima.	**Međunarodni konglomerati** Ekonomije okvira putem unakrsne prodaje, ujedino uz ekonomiju obima su glavna dva motiva. M&A nude slabu racionalizaciju jer su institucije u različitim zemljama i predmet su različitih regulativa i praksi.

Izvor: European Central Bank, Mergers and acquisitions involving the EU Banking Industry – Facts and Implications, December 2000.

Istraživačka grupa G-10 sprovela je istraživanje motiva za konsolidaciju evropskih finansijskih institucija 1990-ih godina. Na planu nacionalnih konsolidovanja u okviru *istog sektora*, ovo istraživanje je pokazalo da je ekonomija obima najjači faktor motivacije, dok je drugi važan motivišući faktor rast prihoda na bazi rasta veličine i tržišne snage. Na nivou nacionalnih *međusektorskih* merdžera, najvažniji motiv je rast prihoda usled diversifikacije proizvoda i mogućnosti da klijenti da na jednom mestu zadovolje sve finansijske potrebe. [46]

[45] European Central Bank, Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications, December 2000.

[46] Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

2.7. Determinante strukture evropskog bankarskog sektora

Ako iz sadašnje perspektive nastojimo da sagledamo pokretačke motive za sprovođenje M&A transakcija, koje su doprinele formiranju postojeće strukture na evropskom banakarskom sektoru, mogu se uočiti tri kategorije strategijskih motiva. Prvi i najjednostavniji motiv je želja da se postigne odgovarajuća ekonomija obima i unapredi operativna efikasnost, pre svega putem nacionalnih M&A. Druga grupa motiva vezuje se za stvaranje „nacionalnih šampiona", kao neka vrsta odbrane od preuzimanja od strane prekograničnih bankarskih grupa. Treća grupa motiva je vezana za potrebu da se stvore sekundarna domaća tržišta, na kojima bi se ostvarivale značajne šanse za rast i povećanje prihoda.

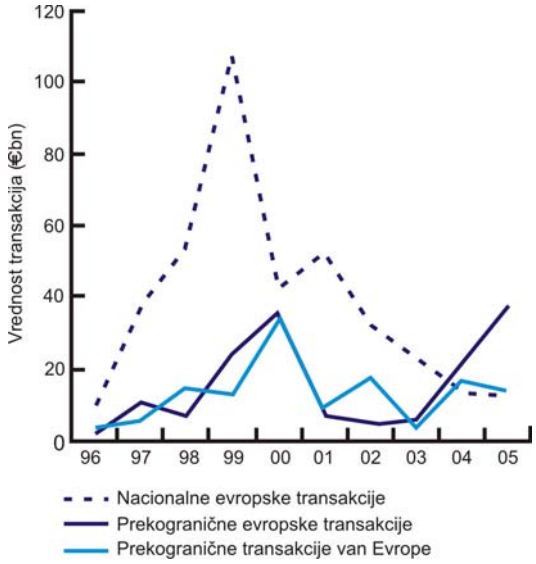
Kako smo prvu grupu klasičnih motiva za spovođenje M&A aktivnosti u velikoj meri obradili, na ovom mestu pažnju posvećujemo novijim fenomenima stvaranja tzv. nacionalnih šampiona i sekundarnih domaćih tržišta, koji su nastali kao produkt integrisanja finansijskih tržišta.

Bankarski sektor Italije predstavlja najaktivniji sektor u pogledu nacionalnih M&A transakcija. M&A aktivnost je usmerena na stvaranje „nacionalnih šampiona". Kao primer možemo uzeti merdžer Sanpaolo IMI i Banca Intesa, čiji je osnovni strateški motiv bilo stvaranje dominantnog nacionalnog igrača koji bi bio značajan na evropskoj sceni. Transakcija reflektuje želje obe strane za postizanjem kritične mase, što je došlo kao odgovor na rastuću otvorenost italijanskog tržišta za strane akvizatore. Transakcija nacionalnog karaktera doprinela je realizaciji značajnih troškovnih ušteda, za koje se predviđa da će do kraja 2009. godine dostići nivo od 11% kombinovane troškovne baze grupe.[47]

Međutim, intenzivna nacionalna konsolidovanja dovela su značajnijeg povećanja koncentracije na ovim tržištima, te je kao posledica nastalo jačanje drugog motiva za sprovođenje M&A, a to je sprovođenje prekograničnih transakcija. Grafikon 2-2. ukazuje da je posle vrhunca vrednosti nacionalnih M&A dilova u 1999. godini, usledio pad, jer su mnoge evropske banke uvidele da je dalji rast jedino moguće tražiti van nacionalnih granica.

[47] PricewaterhouseCoopers, „Going for growth in Europe", *Financial Services M&A*, April 2007

Grafikon 2-2. Vrednost M&A aktivnosti evropskih banaka u periodu 1996-2005. godine



Izvor: „European banking consolidation“, PricewaterhouseCoopers, April 2006.

Ovaj period karakterišu prekogranični megamerdžeri; podaci pokazuju da je deset najvećih prekograničnih zapadnoevropskih transakcija činilo 56% ukupne vrednosti istih u posmatranom periodu (videti Tabelu 2-2). Mnoge banke su videle šanse za rast van nacionalnih tržišta i to putem akvizicije banaka koje se nalaze u susednim zemljama i u kojima vladaju slični tržišni uslovi. Tako su, na primer, nastali M&A skandinavskih banaka, što je dovelo do nastanka velikih finansijskih institucija sa značajnim tržišnim učešćem na svim tržištima na kojima posluju.

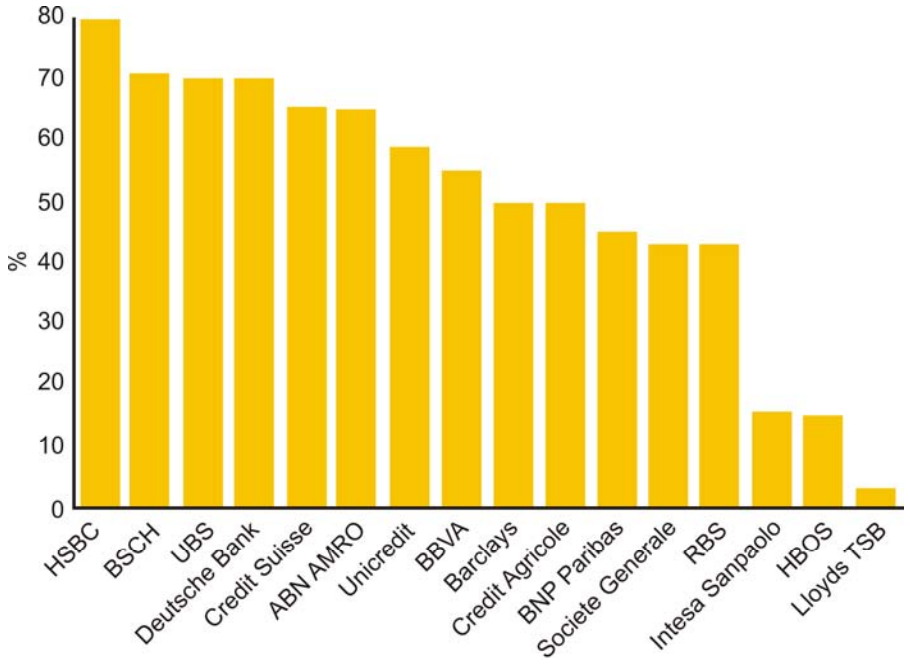
Tabela 2-2. Deset najkrupnijih prekograničnih transakcija u Zapadnoj Evropi u periodu od 1996-2005.

R.b.	Vrednost transakcije (€mil.)	Godina	Ciljna banka	Zemlja ciljne banke	Banka akvizator	Zemlja akvizatora
1.	15,371	2005	HVB Group	Nemačka	UniCredit	Italija
2.	13,853	2004	Abbey	V. Britanija	BSCH	Španija
3.	11,229	2000	CCF	Francuska	HSBC	V. Britanija
4.	7,169	2000	Bank Austria	Austrija	HVB Group	Nemačka
5.	5,886	2005	Banca Antonveneta	Italija	ABN Amro	Holandija
6.	4,779	2000	Unidanmark	Danska	Nordic Baltic Holding	Švedska
7.	4,135	1997	Merita Oyj	Finska	Nordbanken	Švedska
8.	4,090	1997	Banque Bruxelles Lambert	Belgija	ING	Holandija
9.	3,302	1999	Christiania Bankog Kreditkasse	Norveška	MeritaNordbanken	Finska
10.	2,695	2005	Bank Austria Creditanstalt	Austrija	UniCredit	Italija
	59,915	Druge transakcije				
	130,403	**Ukupna vrednost transakcija u Zapadnoj Evropi**				

Izvor: „European banking consolidation“, PricewaterhouseCoopers, April 2006.

U potrazi za novim šansama za rast i bolje strategijsko pozicioniranje, evropske banke, a posebno francuske banke, nastoje realizovati tzv. sekundarna domaća tržišta. Tri najveće francuske banke – BNP Paribas, Societe Generale i Credit Agricole - sprovele su značajne prekogranične akvizicije. BNPP je u 2006. godini preuzela italijansku Banca Nazionale del Lavoro za € 9 milijardi, što predstavlja najveću transakciju u toj godini. Za Credit Agricole je prodor na italijansko tržište kao sekundarno bilo motivisano ciljem da se 50% prihoda te banke realizuje van nacionalnih granica. Grafikon 2-3. pokazuje da 16 najvećih evropskih banaka ostvaruje 50% prihoda van nacionalnih granica. Čak i kada isključimo banke koje su izrazito globalnog karaktera (HSBC, Deutsche Bank i švajcarske banke) procenat se smanjuje na tek 43%.

Grafikon 2-3. Strani prihodi kao procenat od ukupnih prihoda najvećih evropskih banaka, 2006. godina



Izvor: „Going for growth in Europe“, *Financial Services M&A*, PricewaterhouseCoopers, April 2007.

Strateški razlozi kreiranja sekundarnih domaćih tržišta jesu pre svega postizanje bolje strategijske pozicije i fleksibilnosti. U orijentaciji ka prihodima koji dolaze van nacionalnih granica, banke su isprva bile motivisane poslovanjem na wholesale bankarskom sektoru, jer su na ovom polju posedovale značajne snage. Međutim, evropske banke nisu motivisane isključivo ostvarivanjem rasta i diversifikacijom prihoda. Snažan motiv je želja da se dobro pozicioniraju u predstojećim prekograničnim konsolidovanjima. Sve veći značaj dobijaju prekogranične akvizicije u retail segmentu. Velike banke su nastojale da ostvare stabilno i trajno prisustvo na evropskom nivou, pre svega akvizicijama retail banaka u drugim zapadnoevropskim sektorima. Kao primer se može pomenuti akvizicija HVB od strane UniCredit banke, potom Abbey od strane HSBC, preuzimanje Banca Antonveneta od strane ABN Amro itd.

Velike banke nastoje da se što bolje pozicioniraju u smislu stvaranja „evropskih šampiona“. Banka koja ima značajne strane operacije je svakako atraktivniji partner. Kao ciljne banke traže se one koje imaju jake razvojne šanse kao i širok okvir stranih operacija, u cilju realizacije značajnih troškovnih sinergija nakon konsolidovanja.

2.8. Determinante merdžera i akvizicija u zemljama Centralne i Istočne Evrope

Integracija lokalnih tržišta u globalnu privredu, razvoj finansijskih tržišta i deregulacioni procesi na finansijskim sektorima podržavaju tezu da će merdžeri i akvizicije banaka i dalje predstavljati važan impuls u promeni strukture bankarskih sistema u zemljama CEE (Central and Eastern Europe, CEE).[48] Tržišni procesi i strukture u tim zemljama imaju značajne specifičnosti u odnosu na razvijene zemlje. Ove specifičnosti se ogledaju pre svega u privatizacionim procesima, nedovoljno razvijenim finansijskim tržištima, kao i strukturalnim neravnotežama.

U odnosu na realni sektor, bankarski sektori evropskih zemalja u tranziciji bili su slabo razvijeni. Takvo stanje bilo je posledica centralno-planskog načina privređivanja države. Finansijska intermedijacija između deficinih i suficitnih sektora privrede obavljana je isključivo posredovanjem državnog bankarskog aparata. Kapital je alociran kroz direktno kreditiranje državnih preduzeća, dok prakse kreditne evaluacije i upravljanja rizicima nisu postojale. Centralno organizovane bankarske aktivnosti, državna kontrola i visoki pokazatelji koncentracije na sektoru bile su glavne karakteristike bankarskih sistema pre sprovođenja tranzicionih procesa.

Kao posledicu prethodno opisane organizacije bankarskih sektora imamo najveći problem bankarskih sistema u zemljama u tranziciji, koji se ogleda u visokom udelu loših, nepreformansih kredita koji su se nalazili na bilansima banaka. Za četiri zemlje CEE regiona (Poljska, Mađarska, Republika Češka i Slovenija) pokazatelj neperformansnih kredita u odnosu na ukupne kredite u 1995. godini iznosio je u proseku 25,9%.[49] Neophodne su bile promene koje su podrazumevale donošenje snažnih zakona o bankrotstvu, uvođenje novih računovodstvenih pravila, novih bankarskih zakona i stvaranje drugih uslova za otvaranje domaćih bankarskih sektora za ulazak stranih banaka.

U regionu CEE došlo je, posle političkih promena, do velikih šansi za prodor zapadnoevropskih banaka. Mnoge veće banke iz zemalja Zapadne Evrope krenule su u akviziciju banaka lociranih u zemljama CEE. Zapadnoevropskim bankama se daleko više isplatilo da putem akvizicije steknu vlasništvo i upravljačku kontrolu nad postojećim državnim bankama nego da samostalno grade nove bankarske kapacitete u smislu grinfild investicija. One su mogle da po znatno nižoj ceni dođu do postojećih državnih banaka i sem toga su odmah dobile tržište sa postojećom mrežom klijenata kao i bankarske kadrove.

---

[48] Lista CEE zemalja uključuje sledeće zemlje: Albaniju, Bosnu i Herzcegovinu, Bugarsku, Hrvatsku, Republiku Češku, Estoniju, Mađarsku, Latviju, Litvaniju, Makedoniju, Poljsku, Rumuniju, Slovačku, Sloveniju, Srbiju i Crnu Goru. (OECD lista)

[49] J. Bonin, I. Hasan, P. Wachtel, „Banking in Transition Countries“, *BOFIT Discussion Papers*, 12, 2008.

Privatizacioni programi u Rumuniji, Bugarskoj, Hrvatskoj i Republici Češkoj porazumevali su pregovarane dilove između vlada tih država i jedne strane banke. Nakon uklanjanja loših zajmova iz bilansa državnih banaka i Mađarska se opredelila za agresivnu prodaju kontrolnih udela velikih državnih banaka stranim investitorima. Deset godina kasnije, u 2005. godini, udeo neprformansnih zajmova u bilansima banaka je značajno smanjen na 6,4% za pomenute zemlje CEE regiona.

Na tržištima zemalja u razvoju strane banke imaju mogućnosti za sticanje većih stopa prinosa u odnosu na njihova nacionalna tržišta. Pozitivne strane delovanja banaka iz razvijenih zemalja u tranzicionim zemljama ogledaju se u pružanju usluga višeg kvaliteta, uvođenju novih bankarskih usluga i sprovođenju efikasnijeg upravljanja rizicima. Strane banke doprinose povećanju konkurentnosti na bankarskom sektoru.

Strane banke iz evro zone u svojim poslovnim strategijama u zemljama CEE stavljaju naglasak na bankarske poslove sa stanovništvom i sa malom privredom. Pri tome strane banke koriste izvesne komparativne prednosti na planu prikupljanju depozita, primeni savremenijih kreditnih tehnologija i korporativnog upravljanja. Motiv za akvizicije državnih banaka na prostoru CEE regiona je sticanje povećanih stopa prinosa na bazi ekonomije obima, ekonomije okvira i tržišne snage. Prodor banaka iz razvijenih evropskih zemalja na bankarska tržišta u regionu CEE ovim bankama koristi i u smislu diversifikacije poslovnog rizika.

Za zemlje u razvoju na prostoru CEE ne postoje obuhvatnije studije na temu ekonomije obima. U cilju utvrđivanja ekonomije obima na tranzicionim bankarskim sektorima, najjednostavniji način je da se uporede pokazatelji bilansa stanja koji se odnose na troškove različitih oblika aktive. Rezultat na uzorku posmatranih zemalja u tranziciji dat je u Tabeli 2-3. Pokazatelj *cost-to-income* grubo je merilo troškovne efikasnosti, s obzirom da banke imaju različit miks proizvoda i usluga.

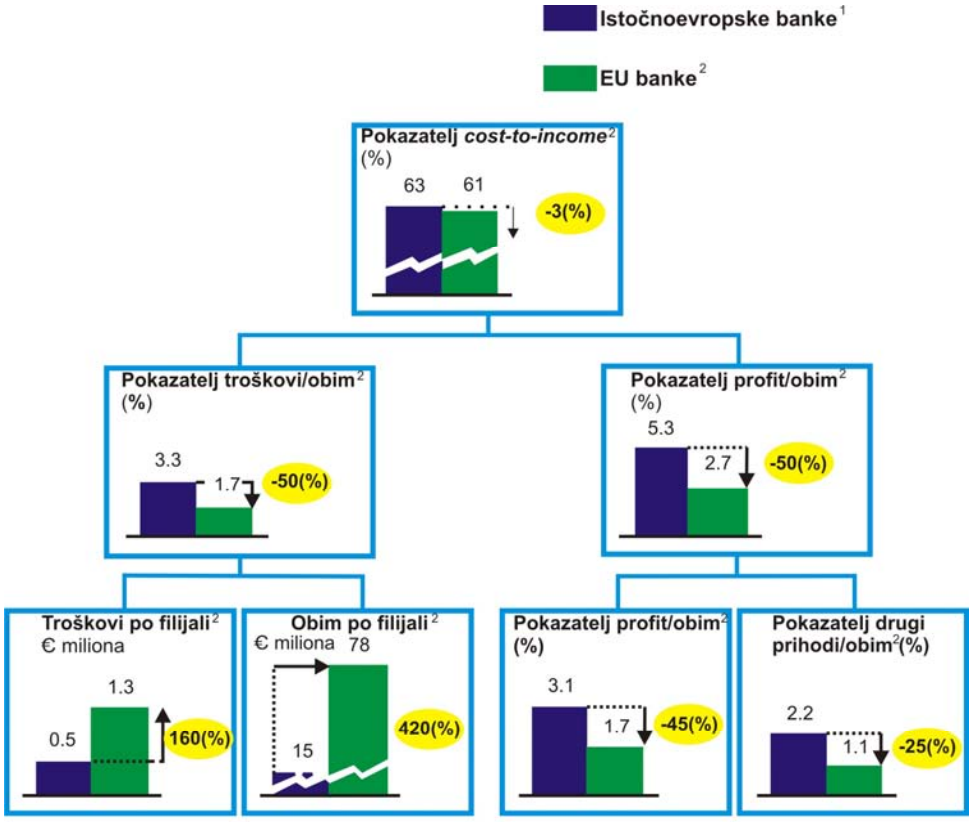
Tabela 2-3. Indikatori performansi prema veličini banaka
(prosek za period 1997-1999.)

	Pokazatelj cost-to-income			**Prinos na prosečan kapital**			**Nekamatonosni prihod/ukupan prihod**		
Ukupna aktiva	<$1 milijardu	$1-10 milijardi	$10-25 milijardi	<$1 milijardu	$1-10 milijardi	$10-25 milijardi	<$1 milijardu	$1-10 milijardi	$10-25 milijardi
Istočna Evropa	64,0	52,6	71,4	8,5	27,6	0,5	36,4	32,8	21,3
Republika Češka	62,3	47,6	62,0	-1,6	-7,2	-20,1	32,1	31,3	36,3
Mađarska	77,2	69,3	n.a.	6,0	13,8	n.a.	36,9	34,2	n.a.
Poljska	57,8	53,5	80,5	12,8	24,0	-7,2	36,5	35,8	27,6
Turska	57,8	49,2	73,4	23,8	43,7	15,7	45,7	31,1	9,8

Izvor: IMF, Financial Sector Consolidation in Emerging Markets, Ch. V, *International Capital Markets*, avgust 2001.

Generalno se smatra da postoje uslovi za ekonomiju obima ako banke imaju bilansnu aktivu veću od $1 milijarde i manju od $10 milijardi; u tom opsegu banke su najprofitabilnije. Za bankarski sektor razvijenih zemalja Evrope pokazatelj troškovne efikasnosti počinje da opada kod banaka čije bilansne aktive prelaze $50 milijardi.[50]

Slika 2-2 . Odnos pokazatelja cost-to-income kod EU banaka i banaka u Istočnoj Evropi, za 2001. godinu



1 Podaci za 2001. Za Istočnu Evropu uključuju agregatne vrednosti za bankarske sektore Republike Češke, Mađarske I Poljske. Podaci za EU banke uključuju 88 univerzalnih zapadnoevropskih banaka.
2 Troškovi kao mera operativnih troškova umanjeni za izdvojene rezerve za pokriće kreditnih gubitaka; profit kao mera neto prihoda; obim kao mera vrednosti kredita i depozita klijenata.

Izvor: F. Di Maggio, P. Romanowski, C. Walter, „Eastern European banking matures“, *The McKinsey Quarterly* 2003, No. 2

Banke u CEE posluju kao univerzalne banke i sve više proširuju svoju ponudu na finansijske aktivnosti koje tradicionalno nisu bile u okviru komercijalnog bankarstva. Većina banaka na ovim tržištima je orijentisana na koncept univerzalnog bankarstva, što

[50] IMF, Financial Sector Consolidation in Emerging Markets (Chapter V), *International Capital Markets*, August 2001.

pokazuje i prisustvo banaka na tržištima kapitala. Banke su počele da nude i proizvode osiguranja i penzionih fondova. Kao rezultat pomeranja u pravcu modela univerzalnog bankarstva, banke u zemljama u razvoju povećavaju udeo nekamatonosnih izvora u ukupnim prihodima.

GLAVA 3:

EFEKTI NA KONKURENCIJU BANAKA

EFEKTI NA KONKURENCIJU BANAKA

Trend konsolidacije na evropskom bankarskom sektoru
Indikatori tržišne strukture
Teorijska osnova konkurentnosti banaka
Konkurentnost na evropskom bankarskom sektoru
Konkurentnost na bankarskim sektorima zemalja
Centralne i Istočne Evrope
Uticaj merdžera na tržišnu snagu i perspektivnu tržišnu strukturu
Kontrola merdžera i akvizicija na sektoru bankarstva

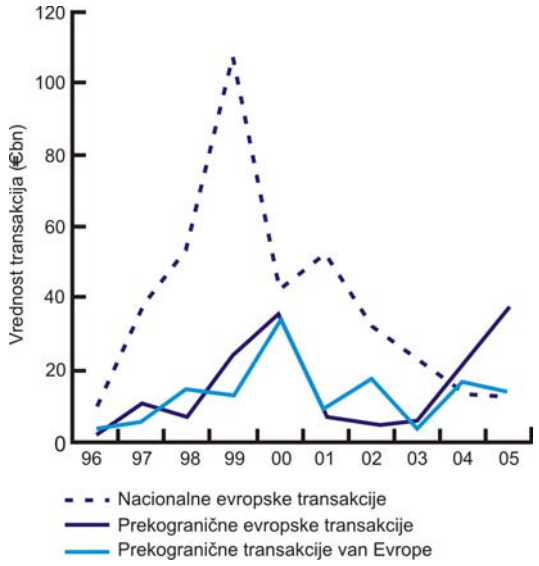
U protekle dve decenije evropski bankarski sektori bili su predmet strukturalnih promena koje su nastale kao posledica promena u eksternom okruženju, a posebno promena koje su se ticale pojačanih monetarnih i finansijskih integrisanja. Potencijal za stvaranje jedinstvenog evropskog tržišta, brz razvoj informacionih tehnologija, inovacije proizvoda i usluga na finansijskom sektoru, internacionalizacija bankarskih aktivnosti, fenomen disintermedijacije (urušavanje uloge banaka kao finansijskih posrednika), kao i pojačani pritisci stranih konkurenata, samo su neke od najznačajnijih strukturalnih odlika evropskog bankarskog sektora. Ove promene su uticale na ponašanje banaka i promene u tržišnoj strukturi. Kao posledice su implikacije na koncentraciju i konkurentnost evropskih finansijskih i bankarskih sektora: rast konkurentnosti primorao je banke na rast veličine poslovanja (kako bi se iskoristili potencijali ekonomije obima i okvira) i bolju menadžersku efikasnost. Sve ovo je podstaklo banke da traže efikasnija organizaciona rešenja, prošire spektar svojih usluga i snažnije iskoriste ekonomije obima.

U kontekstu pomenutih promena, regulatorne vlasti su aktualizirale pitanja korelacije koncentracije i konkurentnosti na bankarskim sektorima. Naime, proces konsolidacije na bankarskom sektoru povećao je zabrinutost regulatornih vlasti. S jedne strane, smatra se da banke ulaze u merdžere i akvizicije kako bi iskoristile ekonomije obima i okvira, pa se na toj osnovi očekuju poboljšavanja efikasnosti sa benefitima za privredu u celini. Klijenti bi u takvim uslovima koristili jeftinije ili kvalitetnije usluge ili usluge koje ranije nisu mogli da koriste. S druge strane, postavlja se pitanje da li banke iz spajanja dobijaju veću tržišnu snagu, te ako je to slučaj, da li će onda moći naplaćivati više cene za svoje usluge. Nasuprot tradicionalnog teorijskog koncepta, po kojem je veća koncentracija povezana sa slabijim intenzitetom konkurencije na tržištu, brojna novija istraživanja nisu uspela pronaći čvrstu vezu između koncentracije i konkurentnosti. To znači da se individualni merdžeri i akvizicije na bankarskom sektoru u budućnosti neće moći ocenjivati pomoću opštih pravila, kao što su pragovi koncentracije mereni odgovarajućim indeksima.

3.1. Trend konsolidacije na evropskom bankarskom sektoru

Proces konsolidovanja evropskih bankarskih sektora, koji je 1990-ih godina bio najintenzivniji, doveo je do značajnih strukturalnih i dinamičnih promena. Krajem 1990-ih godina došlo je do rasta prosečne vrednosti M&A transakcija, a kao posledicu imamo vrednosti transakcija koje su posebno velike na kraju dekade (videti Grafikon 3-1).

Grafikon 3-1. Vrednost M&A aktivnosti evropskih banaka u periodu 1996-2005. godine



Izvor: PricewaterhouseCoopers, „European banking consolidation“, April 2006.

U praksi ovo je značilo stvaranje „mega-banaka“ koje posluju na nacionalnom nivou u velikim zemljama Evropske unije poput BNP Paribas u Francuskoj, SCH i BBVA u Španiji, IntesaBCI i UniCredit u Italiji, HypoVereinsbank u Nemačkoj itd. Ovaj razvoj uslovio je trend M&A aktivnosti koji bi dugoročno vodio poslovanju svega nekoliko velikih tržišnih učesnika na nacionalnom nivou, tj. stvaranju oligopolske strukture tržišta i višem stepenu koncentracije na bankarskom sektoru.

U prilog ovome govori podatak da je broj banaka na bankarskom sektoru EU, u periodu od 1997-2003. godine, zabeležio oštar pad od 23%, dok je koncentracija - merena standardnim indikatorima koncentracije - zebeležila rast.

Procesi globalizacije i tehnološke inovacije nastaviće da predstavljaju pritisak na dalja ukrupnjavanja banaka, a posebno u EU, kojoj tek predstoji funkcionisanje jedinstvenog tržišta finansijskih usluga, bez delovanja nacionalnih barijera.

Postoji niz razloga zbog kojih bankarski sektor zaslužuje posebnu pažnju sa aspekta uticaja trenda konsolidacije na konkurentsku sliku sektora. Osnovni je stav da će veća koncentracija u nekim segmentima bankarstva voditi nepoželjnom stvaranju i korišćenju

tržišne snage pojedinih banaka. Argument je podržan adekvatnim vrednostima pokazatelja koncentracije.

Stabilnost finansijskog sektora je na više načina pod uticajem konkurencije i koncentracije. Jača konkurentost na sektoru može voditi agresivnijem preuzimanju rizika od strane tržišnih učesnika, a rast koncentracije na bankarskom sektoru može pogodovati stvaranju problema moralnog hazarda i ponašanju banaka koje bi smatrale da su prevelike da bi propale.

Akademski krugovi i kreatori regulatornih politika izrazili su zabrinutost zbog rasta tržišnih udela najvećih evropskih banaka, s obzirom da veći nivo koncentracije može imati negativan uticaj na uslove konkurentnosti, a što dalje može dovesti do prekomernih bankarskih profita. Kako bismo pomenute implikacije razvoja novih događaja u bankarskim sektorima ocenili na adekvatan način, potrebno je da pođemo od tržišne strukture sektora, da ocenimo stepen konkurentnosti, te da ispitamo uticaj konsolidacija na strukturu tržišta i ponašanje banaka.

3.2. Indikatori tržišne strukture

Značajni napori su napravljeni sa ciljem integrisanja finansijskih sistema unutar EU, ali aktuelna slika bankarskog sektora EU pokazuje još uvek jaku fragmentisanost u nacionalnom i čak lokalnom pogledu. Na nekim bankarskim sektorima najveći deo bankarske aktivnosti je u rukama nekoliko velikih EU banaka, dok je na drugim sektorima taj udeo jako mali. Ovaj deo rada posvećujemo osnovnim indikatorima strukture bankarskih sektora.

Kao osnovne indikatore tržišne strukture možemo posmatrati broj banka, indikator koncentracije *n*-broja banaka i Herfindahl-Hirschman Indeks (HHI). Značaj pokazatelja koncentracije proizilazi iz njihove mogućnosti da ukažu na strukturalne karakteristike tržišta. Stoga se pokazatelji koncentracije često koriste kod strukturalnih modela koji nastoje objasniti konkurentske performanse bankarskog sektora kao posledicu tržišne strukture. Dodatno, pokazatelji koncentracije reflektuju promene koncentracije tržišta kao posledicu ulaska ili izlaska neke od banaka ili spajanja dve ili više banaka. Ova karakteristika je od posebnog značaja za antimonopolske vlasti.

Navešćemo deset pokazatelja koncentracije, ali ćemo pažnju usmeriti na objašnjenje pomenuta dva indikatora, koji su najpogodniji za merenje koncentracije različitih bankarskih sektora. Pored Herfindahl-Hirschman Indeksa (HHI) i indikatora koncentracije *n* broja banaka na tržištu (CR*n*) pomenućemo Hall-Tideman Indeks (HTI), Rosenbluth Indeks (RI), Comprehensive Industrial Concentration Indeks (CCI), Hannan i Kay Indeks (HKI), U Indeks (U), multiplikativni Hause Indeks (H_m), dodatni Hause Indeks (H_a) i mera entropije (Entropy measure – E).

3.2.1. Herfindahl-Hirschman Indeks (HHI)

Najčešće korišćena mera koncentracije bankarskog sektora je *Herfindahl-Hirschmanov indeks (HHI)*. HHI predstavlja zbir kvadrata učešća svih banaka na tržištu po osnovu zajmova ili depozita. Bankarske vlasti koriste HHI kao prvi indikator mogućeg uticaja predloženog merdžera ili akvizicije na konkurenciju. Taj indeks predstavlja statističko merilo koje pokazuje tržišnu koncentraciju u određenom vremenskom momentu. Matematički može biti predstavljen na sledeći način:[51]

$$HHI = \sum_{i=1}^{n} (MSi)^2$$

gde je

MS = tržišni udeo banke *i*
n = broj banaka na tržištu.

Struktura tržišta (broj, veličina, distribucija, tržišni udeo kompanija) utiče na stepen konkurentnosti tržišta, što se meri sa HHI. Tako, HHI objedinjuje informacije o distribuciji tržišnih udela i broju banaka na tržištu. Ova karakteristika HHI čini ga popularnijim od drugih pokazatelja koncentrisanosti tržišta, kao što je pokazatelj koncentracije *n*-firmi, koji je određen kao suma tržišnih udela *n* najvećih firmi na tržištu.

HHI je značajan u proceni uticaja predloženog merdžera ili akvizicije, jer uzima u obzir sve konkurente na tržištu, mereći strukturalni uticaj predložene kombinacije na određeno tržište. Ukoliko bi predloženi merdžer rezultovao sa HHI koji je manji od 1.800 ili bi povećao HHI za nešto više od 200 poena (tržišni udeo od 10%), onda takav predlog verovatno ne bio doveo do daljih antimonopolskih razmatranja. Naime, ako je, nakon spajanja banaka, HHI manji od 1.800 poena, a samo povećanje vrednosti indeksa u odnosu na stanje pre spajanja manje od 200, onda se može zaključiti da spajanje dve banke nema nepovoljne efekte na konkurenciju u bankarskom sektoru. Ukoliko je granica 1.800/200 probijena naviše, regulatorne vlasti moraju da izvrše proveru postojanja potencijalnih olakšavajućih faktora, koji bi poništili moguće nekonkurentsko ponašanje. Tako regulatorne vlasti mogu zahtevati divestiranje dela filijala, kako bi se došlo do željenog praga konkurentnosti tržišta. Ukoliko ni ovo ne doprinese postizanju cilja, predloženi merdžer se odbija. Direktive nalažu da bankarski merdžer koji pokazuje rast HHI preko 200 poena na datom tržištu (50 poena za druge industrijske sektore), na nivou većem od 1.800 poena HH indeksa, mora da ide na dalja antimonopolska ispitivanja. Na bankarski sektor se primenjuju nešto blaži standardi nego na drugim sektorima iz razloga što se na kreditnom tržištu pored banaka deluju i nebankarski finansijski konkurenti (npr. finansijske kompanije, kreditne unije i sl.). Tako na osnovu pravila 1.800/200, regulatorne vlasti odobravaju ili sprečavaju merdžer ili akviziciju. Iako određeni merdžer probije direktive HHI, moguće je da takav merdžer bude odobren, ako se dokaže da

[51] Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions*, Wiley & Sons, Inc., 2001. str. 79

postoje olakšavajući faktori koji ukazuju na zadovoljavajuću potencijalnu konkurentnost sektora. Olakšavajući faktori koji se uzimaju u obzir kod predloženih merdžera su sledeći: konkurentski uticaj potencijalnih novih ulazaka na lokalno bankarsko tržište, dugoročan pad tržišta, akvizicija ugrožene banke i unapređenje efikasnosti i efektivnosti kombinovanih institucija.

Ovi standardi nisu apsolutna pravila, već orijentacione direktive za procenu nivoa koncentracije koja bi proistekla iz predloženog. Američki Fed uveo je i dodatni indikator. Naime, ukoliko planirani tržišni udeo akvizatora prelazi 35% onda je predlog akvizicije predmet dalje strože antimonopolske procene.[52]

Primer izračunavanja HHI.[53] Pretpostavimo da bankarskom sistemu postoji 5 banaka koje imaju sledeće učešće u ukupnim depozitima (zajmovima):

Banka 1	28%
Banka 2	25%
Banka 3	20%
Banka 4	16%
Banka 5	11%

Vrednost HHI se izračunava tako što se sabiraju kvadrati učešća svih pet banaka. U momentu pre integracije je vrednost HHI = $28^2 + 25^2 + 20^2 + 16^2 + 11^2$ = 2.186 poena. Ukoliko se pretpostavi da banka 3 i banka 5 traže integraciju, onda bi vrednost HHI posle integracije bila sledeća: $31^2 + 28^2 + 25^2 + 16^2$ = 2.626 poena. Na osnovu pravila 1.800/200 regulatorna vlast bi odbila integraciju banke 3 i banke 5 iz dvostrukog razloga. Prvo, zato što bi vrednost HHI bila znatno iznad maksimalnog nivoa od 1.800. Drugo, zato što bi povećanje vrednosti HHI bilo veće od 200 poena (u ovom primeru bi iznosilo 440).

Inače, teorijski maksimum vrednosti HHI je 10.000 poena što bi odgovaralo tržišnoj strukturi gde bi praktično jedna banka držala 100% učešća depozita ili zajmova, što bi značilo maksimalnu koncentraciju sektora. Na drugoj strani je situacija u kojoj HHI teži nuli i koja nastaje u uslovima minimalne koncentracije banaka.

Na prvi pogled je HHI indikator relativno složen za tumačenje. Ministarstvo pravde SAD je dalo tumačenje za primenu indikatora HHI koje se koristi u vezi sa politikom konkurentnosti, te deli tržište prema nivoima koncentracije. Osnovna pretpostavka je da HHI iznad 0,18 (1.800 poena) ukazuje na visoku koncentraciju. S druge strane, tržište sa HHI od 0,2 (2.000 poena) ima isti stepen konkurencije kao tržište koje čine 5 banaka sa po 20% tržišnog udela.

---

[52] Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions*, Wiley & Sons, Inc., 2001. str. 80

[53] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Center for Peace and develpoment, Beograd, 2006., str. 304

Glavna prednost tekućeg pristupa analize konkurentnosti pomoću HHI ogleda se u lakoći izračunavanja i mogućnosti donošenja objektivnih ocena na osnovu analize. Naime, indeks uključuje sve kompanije u sektoru, a procedura kvadriranja daje srazmerno veći značaj bankama sa većim tržišnim udelima. Takođe, indeks je sintetičko merilo stepena koncentracije, uporedivo sa bilo kojim drugim uzorkom, što je od posebnog značaja za poređenje vrlo različitih bankarskih sistema.

Ipak, metodologija merenja koncentracije bankarskog sektora putem HH indeksa ima određenje nedostatke i ne predstavlja apsolutan dokaz o stepenu konkurentnosti. U nekim zemljama vrednost HHI može biti niska, ali da se banke ponašaju nedovoljno konkurentno. Naime, na stepen konkurentnosti banaka vrlo mnogo utiče stepen primene finansijskih (budžetskih) organičenja kako na realnom tako i finansijskom sektoru.[54]

Sledeći numerički primeri ukazuju na neadekvatne predikcije o efektima strukturnih promena na konkurenciju.[55] Primeri demonstriraju sledeće dve tvrdnje. Prva, čak i kad je pravilo 1.800/200 održivo, merdžer može dovesti do nekonkurentskog ponašanja. Druga, merdžer može biti konkurentan, čak i kad je pravilo 1.800/200 narušeno.

Primer 1. Na tržištu pre merdžera posluje 20 banaka, svaka sa po 5% tržišnog udela, a HHI ($5^2 + 5^2 + 5^2 ... = 500$) oslikava tržište sa velikim brojem učesnika i malim tržišnim udelima, te je nekonkurentsko ponašanje na njemu malo verovatno (Tabela 3-1, primer 1). Pretpostavimo da pet banaka bude spojeno, nakon čega jedna banka ima tržišni udeo 25%, a ostalih 15 banaka po 5%. U ovakvim uslovima HHI koji iznosi 1.000 se smatra prihvatljivim. Ipak vidimo da jedna banka sa 25% udela ima mogućnost dominantnog ponašanja i postavljanja nekonkurentskih cena, dok se ostale banke prilagođavaju nekonkurentskim izborima dominantne banke.

Primer 2. U sledećem primeru na tržištu pre merdžera posluje 15 banaka, dve sa 15% tržišnog udela, jedna sa 10% i dvanaest njih sa po 5% (Tabela 3-1, primer 2). Ukoliko bi došlo do spajanja banke 3 i banke 15, postmerdžerska struktura bi bila sledeća: tri banke sa po 15% i jedanaest banaka sa po 5% tržišnog udela. Postmerdžerski HHI je 950, te se tržište i dalje može smatrati nekoncentrisanim. Ipak, tri najveće banke sada mogu da usklade svoje aktivnosti stvarajući nekonkurentske uslove na tržištu.

[54] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, 2006, str. 304

[55] Nicola Cetorelli, „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, prvi kvartal 1999. godine

Tabela 3-1. Primeri tržišta pre i posle merdžera

Primer 1

Tržište pre merdžera (20 banaka)							
Banka	B_1	B_2	B_3	...	B_{20}		
Tržišni udeo (%)	5	5	5	...	5		
Tržište posle merdžera (16 banaka)							
Banka	B1	B2	B3	...	B16		
Tržišni udeo (%)	25	5	5	...	5		

Primer 2

Tržište pre merdžera (15 banaka)							
Banka	B_1	B_2	B_3	B_4	...	B_{15}	
Tržišni udeo (%)	15	15	10	5		5	
Tržište posle merdžera (14 banaka)							
Banka	B_1	B_2	B_3	B_4	...	B_{14}	
Tržišni udeo (%)	15	15	15	15		5	

Primer 3

Tržište pre merdžera (7 banaka)							
Banka	B_1	B_2	B_3	B_4	B_5	B_6	B_7
Tržišni udeo (%)	20	20	20	15	15	5	5
Tržište pre merdžera (6 banaka)							
Banka	B_4	B_1	B_2	B_3	B_6	B_7	
Tržišni udeo (%)	30	20	20	20	5	5	

Izvor: Nicola Cetorelli, „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, prvi kvartal 1999. godine

Primer 3. Primer opisuje tržište gde je već moguće dogovorno ponašanje najvećih učesnika (Tabela 3-1, primer 3). Naime, na tržištu pre merdžera posluje sedam banaka, tri sa tržišnim udelom od 20%, dve sa po 15% i dve sa po 5%. U ovakvim uslovima HHI je 1.700. Ukoliko bi došlo do spajanja banke 4 i banke 5, nakon merdžera bilo bi šest banaka, jedna sa 30% tržišnog učešća, tri sa po 20% i dve sa po 5%. Postmerdžerski HHI je 2.150, što ukazuje na jako koncentrisano tržište. Dodatno, pošto je promena HHI veća od 200 poena, osnove za odbacivanje merdžera su više nego očigledne. Ipak, stabilnost dogovornog ponašanja banaka bi opala sa smanjenjem broja učesnika. U novoj tržišnoj strukturi, sa četiri velika učesnika, dogovorno ponašanje bi propalo, te je merdžer zapravo usmeren na povećanje konkurentnosti tržišta.

3.2.2. Pokazatelj koncentracije

Sledeća metodologija koja se koristi pri merenju koncentracije sektora jeste *pokazatelj koncentracije* (Concentration ratio) – ili Pokazatelj koncentracije *n* (CRn) – što je merilo kombinovanog tržišnog udela *n* broja najvećih institucija. Sličnost između CR*n* i HHI je što oba indikatora u obzir uzimaju uglavnom najveće institucije. Dok HHI ovim naglašava značaj najvećih institucija, dotle CR*n* uzima u obzir efektivan tržišni udeo *n* najvećih institucija. Razlika je u tome da HHI signalizira veličinu strukture celokupnog bankarskog tržišta, dok CR*n* pokazuje isključivo tržišni udeo *n* najvećih banaka, zanemarujući ostali deo tržišta. Drugi nedostatak pokazatelja koncentracije CR*n* je da je arbitraran broj institucija koje se uzimaju u obzir. Naime, CR*n* može da odredi za tri, četiri, pet ili deset institucija, što ima veliki uticaj na nivo indikatora. Kod indikatora HHI to nije slučaj, jer se uzima u obzir celokupno tržište.[56]

Generalni zaključak u vezi sa standardnim merama koncentracije tržišta je da oni predstavljaju grube indikatore konkurentskih uslova na bankarskim sektorima. Ovo su uglavnom statička merila, koja objašnjavaju situaciju u određenom vremenskom momentu.

3.3. Teorijska osnova konkurentnosti banaka

U savremenim uslovima pojačane globalizacije poslovanja kompanija, potrebno je preispitati postojeće tradicionalne koncepte konkurentnosti na bankarskom sektoru. Neophodno je ispitati da li su tradicionalni indikatori tržišne strukture dovoljni kriterijumi i indikatori konkurentnosti na posmatranim tržištima. Ako se utvrdi da to nije slučaj, trebalo bi pronaći nova metodološka rešenja koja na adekvatniji način reflektuju konkurentnost na bankarskom sektoru.

Postoje dve osnovne škole mišljenja o metodologiji procene konkurentnosti banaka: strukturalni i nestrukturalni pristup. Strukturalni pristup se bazira na konvencionalnom pogledu na odnos konkurentnosti i tržišne strukture, usvajajući paradigmu *struktura – ponašanje - performanse* (Structure – Conduct - Performance, SCP paradigm) i *hipotezu efikasnosti* (efficiency hypotesis).[57] Dva pomenuta pristupa ispituju da li na visoko koncentrisanim bankarskim sektorima dolazi do dogovornog ponašanja između velikih banaka, što bi rezultovalo u superiornijim tržišnim performansama, te da li je efikasnost velikih banaka uzrok njihovim poboljšanim performansama.

[56] European Central Bank, Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications, December 2000.

[57] Malgorzata Pawlowska, „Competition, Concetration, Efficiency, and their Relationship in the Polish Banking Sector“, National Bank of Poland, *Matrialy I Studia Paper* No. 32, 2005.

Nestrukturalni pristup prilazi analiziranju konkurentskog ponašanja banaka bez upotrebe strukturalnih merila, već se bazira na premisi da banke koriste različite cenovne strategije kao odgovor na promenu ulaznih troškova koji zavise od tržišne strukture u okviru koje posluju. Drugim rečima, tržišna snaga se meri stepenom do kojeg se promene cena ulaznih faktora (sredstava, kapitala, rada) reflektuju na prihode (kamatonosne ili ukupne prihode).

3.3.1. Strukturalni pristup merenju konkurentnosti bankarskog sektora

Tradicionalan pristup posmatranju konkurentnosti sektora nalaže primenu **paradigme *struktura → ponašanje → performanse*** koja naglašava da od strukture bankarskog sistema zavisi ponašanje banaka, odnosno da to u krajnjoj liniji determiniše njihove performanse.[58] Naime, struktura bankarskog sistema, određena je ne samo brojem banaka, nego i kompozicijom njihovog učešća u ukupnim depozitima i kreditima. Manja koncentracija na sektoru banaka i jača konkuretnost teži da doprinosi formiranju nižih kamatnih marži. Obrnuto, ukoliko je struktura banaka više koncetrisana, to će delovati u pravcu smanjenja konkurencije. SCP paradigma ispituje da li na visoko koncentrisanim tržištima banke mogu stupiti u određene koluzivne odnose koji bi rezultovali superiornim tržišnim performansama.

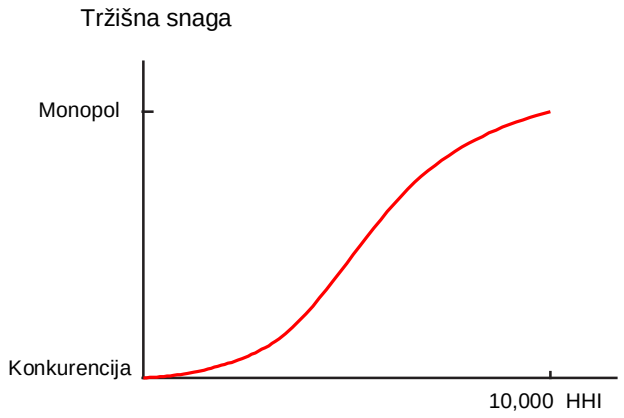
Na perfektno konkurentnom tržištu pretpostavlja se da su firme suviše male da bi uticale na cene proizvoda. Sa aspekta društvenog blagostanja, savršena konkurencija predstavlja situaciju u kojoj potrošači plaćaju najnižu cenu za tražene proizvode. Svaka druga situacija u kojoj neka firma ima veći stepen tržišne snage, omogućava uspostavljanje cena koje su više od cena na perfektno konkurentnim tržištima.

Paradigma SCP predviđa rastući odnos između nivoa koncentracije tržišta i tržišne snage. Očekuje se da je ponašanje banaka na nižim nivoima koncentracije bliže konkurentskom modelu, te da svako povećanje koncentracije stvara značajan rast tržišne snage. Što je viši nivo koncentracije, utoliko je ponašanje dalje od konkurentskog modela. Stoga, odnos koncentracija - tržišna snaga ima oblik S-krive, što pokazuje Grafikon 3-2.[59]

[58] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Center for Peace and Develpoment, Beograd, 2006., str. 303

[59] Nicola Cetorelli, „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 1Q 1999. godina

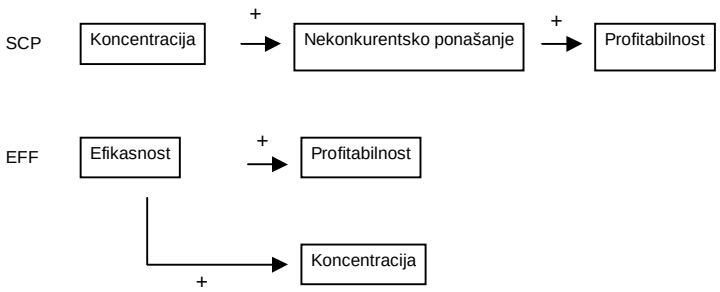
Grafikon 3-2. Teorijski odnos između koncentracije tržišta i tržišne snage



Izvor: Nicola Cetorelli, „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 1Q 1999. godina

Drugačije objašnjenje veze koncentracije i profitabilnosti daje *hipoteza efikasnosti*. Ona testira da li je efikasnost velikih banaka presudna za rast performansi. Koncept naglašava da efikasnije banke imaju veću mogućnost da ostvare tržišnu ekspanziju i veću profitabilnost. Hipoteza efikasnosti nalaže da banke koje imaju visok stepen efikasnosti u odnosu na konkurente, mogu povećati akcionarsku vrednosti ili steći povećani tržišni udeo snižavanjem cena.[60] Najefikasnija banka može steći povećani tržišni udeo, te će efikasnost postati pokretačka snaga procesa tržišne koncentracije.

Grafikon 3-3. SCP versus hipoteza efikasnosti



Izvor: D. Jansen, J. de Haan, „Increasing concentration in European banking: a macro-level analysis“, De Nederlansche Bank, *Research Memorandum WO* no. 743, Spetember 2003.

[60] D. Jansen, J. de Haan, „Increasing concentration in European banking: a macro-level analysis“, De Nederlansche Bank, *Research Memorandum WO* no. 743, Spetember 2003.

Sporno je da li velike banke ostvaruju veće profite usled poslovanja na tržištu na kojem je veća koncentracija i na kojem su u mogućnosti da iskoriste tržišnu snagu ili usled superiornijeg načina proizvodnje i menadžment tehnika koje obaraju troškove. Drugim rečima, da li tržišna struktura determiniše ponašanje banaka ili je tržišna struktura rezultat performansi banaka (videti Grafikon 3-3).

Kada se tradicionalna SCP paradigma primeni na bankarski sektor, mogu se uočiti određeni nedostaci. Segment paradigme koji je vezan za cenovno ponašanje tržišnih učesnika nije lako posmatrati u ovoj relaciji, te se u najvećem delu literature fokus stavlja na interpretaciju odnosa S-P, odnosno na strukturu tržišta i tržišnu snagu. Struktura tržišta se posmatra kroz varijable broja tržišnih učesnika (banaka) i njihove koncentracije, dok se tržišna snaga meri upotrebom računovodstvenih podataka o profitu i troškovima.

Problem upotrebe paradigme SCP u bankarskom sektoru leži u neadekvatnosti merila koje se koriste. Naime, računovodstveni podaci o profitu ne moraju biti tačna merila tržišne snage i ekonomskog profita. Dalje, da bismo izmerili strukturalnu varijablu poput koncentracije, najpre je neophodno adekvatno definisati relevantno tržište proizvoda kao i geografsko tržište. Ovo je posebno teško učiniti kada se radi o bankarskom sektoru, jer banke nude široku paletu različitih i međusobno supstitutivnih proizvoda, koje mogu pružati i nebankarske institucije. Definisanje geografskog tržišta (da li je lokalno, regionalno ili internacionalno), takođe može biti problematično.

Drugi problem upotrebe paradigme SCP proizilazi iz postojanja hipoteze efikasnosti, koja takođe predviđa isti odnos koncentracije i profita. Ali suština ove hipoteze počiva na stavu da firme koje su efikasnije imaju niže troškove, a time i veći profit. Ovakve firme lakše stiču veći tržišni udeo, što može voditi rastu koncentracije. Ovde koncentracija reflektuje efikasnije banke, a ne nužno rast tržišne snage.

Postoje pokušaji da se nedostaci tradicionalnog pristupa u merenju i tumačenju konkurentnosti bankarskog sektora uklone upotrebom pokazatelja performansi bankarskih sektora, kao što su veličina neto kamatnih marži ili profitabilnost. Sužavanje kamatnih marži trebalo bi da indicira jačanje konkurentnosti na sektoru, i obrnuto. Profitabilnost merena prinosom na kapital stoji u inverznoj relaciji sa jačanjem konkurentnosti na tržištu. Međutim, kako su ovi indikatori pod značajnim uticajem brojnih faktora, kako makroekonomskog karaktera tako i faktori specifičnih za određenu banku, to se i oni ne mogu smatrati idealnim indikatorima konkurentnosti.[61]

3.3.2. Nestrukturalni pristupi merenju konkurentnosti bankarskog sektora

Da bi se otklonili neki od nedostataka strukturalnog pristupa, kreiran je alternativni nestrukturalni pristup. Nestrukturalni pristup svoje zaključke o konkurentnosti tržišta ne izvodi putem analiza tržišne strukture, već putem prepoznavanja ponašanja banaka u

[61] Šire pogledati S. Claessens, L. Laeven, „What Drives Bank Competition? Some International Evidence“, *The World Bank Policy Research Working Paper* 3113, August 2003.

zavisnosti od tržišne strukture na kojoj posluju. U ovakvom kontekstu došlo je do stvaranja *teorije kontestabilnih tržišta* (Contestable Markets Theory, CMT). Teorija naglašava da se u koncentrisanim sektorima učesnici mogu ponašati konkurentno, pod pretpostavkom da nema barijera za ulazak i izlazak ili su barijere jako niske. Takođe, ova teorija pretpostavlja da novi tržišni učesnici imaju istu krivu troškova kao i postojeći tržišni konkurenti. Ove karakteristike kontestabilnih tržišta, tj. tržišta podložnih konkurenciji, čine da koncentrisana tržišta mogu biti konkurentna, čak i ako tržištem dominira manji broj velikih banaka.

Zaključak teorije kontestabilnosti, kao i hipoteze efikasnosti, glasi da ukupno konkurentsko okruženje sa kojim je banka suočena, ne zavisi isključivo od stepena tržišne koncentracije.

Kontestabilnost tržišta može se testirati primenom metodologije koju su razvili *Panzar i Rosse* (P-R). Metodologija je nastala kao pokušaj da se odredi konkurentsko ponašanje banaka na tržištu, ne uzimajući u obzir informacije o strukturi tržišta, već procenjujući odstupanje od konkurentskog načina formiranja cena. Empirijska mera konkurentnosti bankarskog sektora, nazvana H-statistika, kvantitativno procenjuje konkurentsku prirodu bankarskih tržišta. H-statistika meri kako se prihodi banke menjaju u odnosu na troškove, odnosno meri sumu elastičnosti ukupnih prihoda banke u odnosu na njene inputne cene.[62] Panzar i Rosse su pokazali da ova statistika odražava strukturu i ponašanje tržišta na kome banka posluje. Ova interpretacija je važna, jer naglašava da konkurentsko okruženje sa kojim se banka suočava, ne mora biti identično konkurentskoj slici tržišta na kome je banka locirana. Dugoročno, rast cena inputa bi trebalo da dovede do direktnog rasta ukupnih prihoda. Ukoliko banka nije u stanju da pokrije rast cena inputa, biće primorana da izađe sa tržišta, što bi odgovaralo uslovima konkurentnosti gde je H-statistika jednaka 1.

Vrednost H-statistike može biti interpretirana na sledeći način. U slučaju tržišnog monopola, H je manje ili jednako 0. Ovo takođe implicira oligopolističko tržište sa kartelima. Vrednost H između 0 i 1 implicira monopolističku konkurenciju (jer se banka suočava sa neelastičnom tražnjom). Vrednost od 1 ukazuje na savršenu konkurentnost tržišta.[63] Dakle, H-statistika ukazuje na prosečnu situaciju konkurentnosti svih segmenata bankarskog tržišta.

[62] J.A. Bikker, J.M. Groeneveld, „Competition and Concentration in the EU Banking Industry“, De Nederlandsche Bank, *Research Series Supervision* no. 8, June 1998.

[63] D. Jansen, J. de Haan, „Increasing concentration in European banking: a macro-level analysis“, De Nederlansche Bank, *Research Memorandum WO* no. 743, Spetember 2003.

3.4. Konkurentnost na evropskom bankarskom sektoru

Trend konsolidacije na evropskom bankarskom sektoru svoju dvofaznu akceleraciju je doživeo najpre 1994-1995. godine i zatim još snažnijim intenzitetom od 1997. godine. Ovo je u značajnoj meri doprinelo izmeni pejzaža evropskih bankarskih sektora. U prvoj fazi je došlo do konsolidovanja manjih kreditnih institucija, da bi drugu fazu u potpunosti obeležilo stvaranje mega-banaka na nacionalnim nivoima. Dalja konsolidovanja su uslovila prekograničnu aktivnost banaka i stvaranje velikih pan-evropskih finansijskih konglometara. Rast koncentracije na bankarskim sektorima bio je neizbežan, ali se postavlja pitanje da li je to značilo smanjenu konkurentnost bankarskog sektora i kakve su implikacije bile na strukturu bankarskih sektora. Na ta pitanja daćemo odgovore na osnovu empirijskih istraživanja i podataka koji se odnose na bankarski sektor EU.

Za objašnjenja na koji način trend koncentracije bankarskih sektora u razvijenim evropskim zemljama utiče na njihovu strukturu, konkurentnost i performanse, koristimo opsežno istraživanje Gradener-a, Molyneux-a i Williams-a o konsolidovanju na evropskom bankarskom sektoru.[64] Istraživanje obuhvata vremenski interval od 1984-1997. godine, kada je došlo do značajnijeg konsolidovanja bankarskih sektora, pre svega na nacionalnom nivou. U posmatranom vremenskom okviru zabeleženo je smanjenje broja banaka u većini bankarskih sistema. U svim zemljama (izuzev Portugala) došlo je do smanjenja broja banaka počev od 1992. godine (videti Tabelu 3-2). U istom periodu došlo je do rasta broja stranih banaka na svim bankarskim tržištima, što odražava početak trenda internacionalizacije poslovanja.

Tabela 3-2. Broj banaka: bankarski sistem, 1984-1997.

Zemlja	1984	1989	1992	1994	1996	1997
Austrija	1.257	1.240	1.104	1.053	1.019	995
Belgija	165	157	157	147	141	134
Danska	231	233	210	202	197	197
Finska	644	552	365	356	350	350
Francuska	358	418	617	607	570	519
Nemačka	3025	4089	4.200	3.872	3.674	3.578
Italija	1.137	1.127	1.073	1.002	937	935
Holandija	2.079	1.058	921	744	658	628
Norveška	248	179	158	153	153	154
Portugal	18	29	35	44	51	62
Španija	369	333	319	316	313	307
Švedska	176	144	119	125	124	120
V. Britanija	598	551	518	486	478	466

Izvor: Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 131

[64] Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 130-137

Tabela 3-3. ilustruje promene u koncentraciji bankarske aktive koju drže pet najvećih banaka. Pokazatelj koncentracije je posebno visok na sektorima koji su manji, što ukazuje da na tim tržištima pet najvećih banaka dominira celokupnim bankarskim sektorom. Najveći rast pokazatelja zebeležen je u Finskoj i Holandiji, a moguće je konstatovati da je najveći rast koncentracije sektora zabeležen na tradicionalno nekoncentrisanim i fragmentisanim bankarskim sektorima Holandije i skandinavskih zemalja, kao i Nemačke.

Tabela 3-3. Koncentracija na evropskim bankarskim sektorima, 1997.

Zemlja	Pokazatelj koncentracije pet najvećih banaka (%)	Promena pokazatelja koncentracije, 1996-97(%)
Nemačka	16.68	+3.73
Italija	24.60	-3.15
Francuska	40.30	-2.18
V. Britanija	28.00	0.00
Belgija	57.00	+3.64
Portugal	76.00	-5.00
Finska	77.77	+5.72
Holandija	79.40	+5.31
Danska	73.00	-6.41
Švedska	89.71	+4.06

Izvor: Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 133

Da smanjenje broja banaka u procesu konsolidovanja ne utiče negativno na konkurentnost na evropskim bankarskim sektorima ukazuje smanjenje neto kamatnih marži na skoro svim bankarskim sistemima (videti Tabelu 3-4). Neto kamatna marža je jedan od najznačajnijih pokazatelja troškova finansijske intermedijacije. Moguće ga je koristiti kao indikator stepena uslova konkurentnosti na tržištu. Neto kamatne marže su pod uticajem rastuće konkurentnosti, što rezultuje jačim pritiskom na stranu kamatonosnih prihoda u odnosu na troškove, pa se stoga banke sve više okreću nekamatonosnim izvorima prihoda. Provizije su samo jedan od izvora prihoda čiji se rast beleži usled diversifikacije bankarskih aktivnosti. Rast u aktivnostima bancassurance i vanbilansnih aktivnosti dodatno uvećavaju nekamatonosne prihode, u cilju povećanja profitabilnosti.

Tabela 3-4. Neto kamatne marže, 1984-1997. (%)

Zemlja	1984	1989	1992	1994	1996	1997
Austrija	-	1.73	1.85	1.90	1.43	1.35
Belgija	-	1.57	1.51	1.33	1.32	1.46
Danska	3.01	2.55	3.56	3.83	1.79	1.75
Finska	2.42	1.84	1.55	2.05	1.90	2.73
Francuska	-	1.91	1.63	1.27	1.20	1.39
Nemačka	2.50	2.01	2.07	2.18	1.46	1.60
Italija	-	3.28	3.17	2.63	2.42	2.57
Holandija	2.23	2.08	1.83	1.89	1.67	1.09
Norveška	3.71	3.45	3.51	3.44	2.41	2.46
Portugal	1.86	4.12	4.11	2.78	1.95	2.14
Španija	4.15	4.05	3.59	3.00	2.54	2.66
Švedska	2.55	2.53	2.55	2.77	1.81	1.98
V. Britanija	3.00	3.10	2.60	2.40	2.10	2.20

Izvor: Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 134

Na strani izvora bankarskih prihoda trend je jasan, naime pad kamatonosnih prihoda je nadomešten rastom nekamatonosnih prihoda, dok na strani troškova slika nije toliko jasna. Uobičajena mera efikasnosti poslovanja banaka je *cost-to-income* pokazatelj. Na ovaj pokazatelj negativno utiču ekonomski uslovi u smislu da banke nemaju punu kontrolu nad dohodovnom stranom, jer strogi zakoni o radu u mnogim kontinentalnim zemljama EU sprečavaju otpuštanja zaposlenih, što negativno deluje na troškovnu stranu. Dodatno, nakon sprovođenja M&A, kratkoročno dolazi do povećavanja troškova, pre nego što dođe do planiranog rasta prihoda ili troškovnih ušteda. Od 1994. godine opšti trend evropskog *cost-to-income* pokazatelja ima silaznu putanju, uz očekivanja da se ovaj trend nastavi. Banke su, u pojačanim uslovima konkurentnosti, motivisane na kvalitetnije poslovanje uz unapređenje efikasnosti i kontrolu rizika (videti Tabelu 3-5). Zemlje poput Austrije, Nemačke, Finske, Švedske i Velike Britanije su unapredile nivoe efikasnosti u periodu od 1992-1997. godine. Za Veliku Britaniju to možemo objasniti činjenicom da je do tada njen bankarski sektor već prošao značajniju M&A aktivnost, što troškovna unapređenja i reflektuju.

Tabela 3-5. Cost-to-income pokazatelji, 1984-1997. (%)

Zemlja	1984	1989	1992	1994	1996	1997
Austrija	-	65.5	64.0	65.1	61.4	57.6
Belgija	-	66.8	66.9	71.3	61.1	67.8
Danska	75.6	64.9	81.4	72.5	53.5	58.1
Finska	84.0	84.8	190.4	139.9	69.3	63.6
Francuska	-	64.6	62.5	73.5	72.8	71.2
Nemačka	59.3	64.6	64.5	60.7	61.2	56.2
Italija	-	61.7	63.8	65.0	69.6	72.0
Holandija	62.3	66.0	67.7	66.7	69.5	66.1
Norveška	68.5	69.9	60.3	63.4	66.5	67.7
Portugal	67.0	46.8	53.0	58.2	56.5	63.2
Španija	64.0	60.9	60.3	59.7	63.8	63.7
Švedska	67.6	62.7	122.2	80.0	49.3	47.0
V. Britanija	66.9	64.8	65.9	64.1	60.3	60.9

Izvor: Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 136

Pomenuti trendovi prihoda i troškova pokazuju sledeću sliku profitabilnosti banaka (videti Tabelu 3-6). Prinos na kapital (Return on Equity, ROE) daje mešovitu sliku, pri čemu je gotovo većina bankarskih sektora u periodu od 1994. do 1997. godine ipak unapredila svoj ROE.

Tabela 3-6. Prinos na kapital, 1984-1997. (%)

Zemlja	1984	1989	1992	1994	1996	1997
Austrija	-	10.0	6.9	7.9	9.4	5.1
Belgija	-	6.0	6.4	8.8	20.3	14.8
Danska	1.0	3.0	-18.3	-0.9	16.4	11.8
Finska	5.1	4.0	-49.5	-25.7	11.9	19.8
Francuska	-	9.4	4.3	-1.4	5.8	8.5
Nemačka	21.1	124	13.2	11.9	11.9	15.8
Italija	-	14.0	9.8	4.4	6.8	5.7
Holandija	14.0	13.6	12.8	14.1	13.7	4.2
Norveška	14.1	5.5	-5.8	19.3	18.0	10.1
Portugal	5.5	9.2	8.5	6.1	9.3	11.3
Španija	8.9	14.6	10.6	8.2	14.6	14.5
Švedska	4.6	5.9	18.5	19.1	23.9	8.7
V. Britanija	20.8	3.4	10.7	19.6	21.0	25.9

Izvor: Andrew W. Mullineux, Victor Murinde, *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003., str. 136

S obzirom da ne postoji jasan silazni trend, moglo bi se zaključiti da nema rasta konkurentnosti u evropskim bankarskim sistemima. Ali ovakvo stanovište je krajnje pojednostavljeno, jer zanemaruje činjenicu da su sva bankarska tržišta konkurentnija nego ikad, bar u sferi tradicionalnih bankarskih aktivnosti. Dalje, banke povećavaju pozicije nekamatonosnih prihoda - baveći se aktivnostima investicionog bankarstva, brokerskim poslovima, osiguranjem - te se očekuje rast konkurentnosti na ovim poljima.

Takođe, zanemarena je uloga novih tehnologija i značaj novih konkurenata. Nebankarske finansijske institucije predstavljaju danas značajnu konkurenciju bankama na sektoru finansijskih usluga.

Faktori koji pokreću proces konsolidovanja imaju različit uticaj na svaku zemlju. Istakli smo da je evropski bankarski sektor još uvek jako fragmentisan u pogledu nacionalnih i čak lokalnih karakteristika, pa ipak moguće je uočiti određene šablone konsolidovanja. Šabloni su prikazani pomoću indikatora, poput broja banaka u svakoj zemlji, udela depozita najvećih banaka i HH indeksa.

Trend konsolidovanja na bankarskim sektorima, koji je zabaležen na većini bankarskih sektora, uslovio je da pad broja kreditnih institucija (videti Tabelu 3-7).

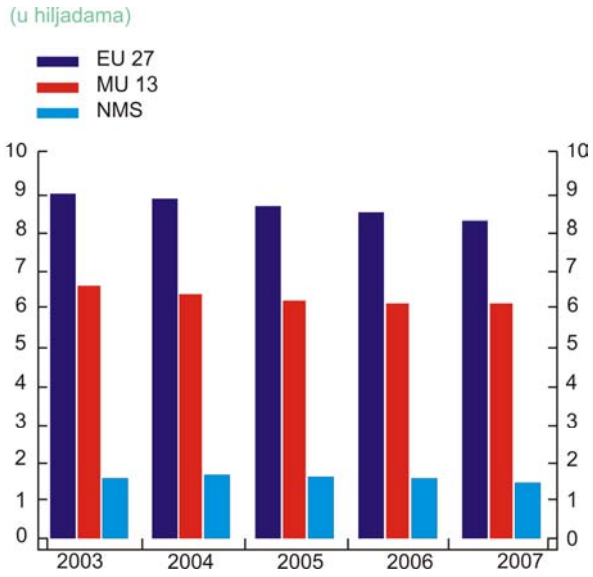
Tabela 3-7. Broj kreditnih institucija

Zemlja	**1998**	**2002**	**Promena (%)**	**Zemlja**	**1997**	**2001**	**Promena (%)**
Austrija	898	823	-8,4	Rep. Češka	50	38	-24,0
Belgija	120	111	-7,5	Estonija	22	14	-36,4
Danska	212	178	-16,0	Mađarska	45	41	-8,9
Finska	348	369	6,0	Litvanija	22	32	45,6
Francuska	1.226	1.011	-17,5	Poljska	1.378	713	-48,3
Nemačka	3.238	2.363	-27,0	Slovačka	29	21	-27,6
Grčka	59	61	3,4	Malta	11	13	18,2
Irska	78	85	9,0	**7 novih EU**	**1.557**	**872**	**-44,0**
Italija	934	822	-12,0				
Luksemburg	212	177	-16,5				
Holandija	634	539	-15,0				
Portugal	227	202	-11,0				
Španija	402	359	-10,7				
Švedska	148	216	45.9				
V. Britanija	521	440	-15,5				
EU-15	**9.260**	**7.756**	**-16,2**				

Izvor: N. Fillipaki, C. Staikouras, „Competition and Concentration in the New Europe Banking Landscape“, *European Financial Management*, Vol. 12, No. 3, pp. 443-482, June 2006.

Kao posledicu beležimo smanjenje broja banaka koje posluju na tržištima EU-15 i novih pridruženih članica za 16%, odnosno 44%, u periodu od 1998-2002. godine. Broj banaka u sedam novopridruženih zemalja članica smanjen je u periodu 1997-2001. godine čak za 44%, uglavnom usled snažnih procesa restrukturiranja ovih sektora putem likvidacije banaka, akvizicija itd. Najveći pad broja kreditnih institucija beleži Poljska, a spoljni uticaji vodiće dodatnom rastu koncentracije na poljskom bankarskom sektoru. Prateći trend do 2007. godine, zabeležen je pad broja kreditnih institucija u EU (Grafikon 3-4).

Grafikon 3-4. Broj kreditnih institucija



NMS – Novopridružene članice

Izvor: ECB, *EU Banking Structures*, 2008.

Kao rezultat M&A na nacionalnom planu, zabeležen je rast koncentracije bankarskih sektora u evro zoni. Podsećamo da evropske regulatorne institucije kao indikatore koncentracije u bankarskom sektoru koriste jednostavne pokazatelje poput HHI i CR_5.

U Tabeli 3-8. dat je pregled indikatora koncentracije u zemljama EU u periodu 1998-2002. godine, kada su se i odigrala značajna konsolidovanja nacionalnog karaktera.[65] Tabela pokazuje smanjenje indikatora koncentracije na bankarskim sektorima 15 zemalja EU. S druge strane, uprkos snažnim privatizacionim i liberalizacionim procesima na eliminisanju barijera za ulazak na bankarske sektore, sektori deset novopridruženih članica ostali su daleko više koncentrovani u odnosu na zemlje EU-15. Kao razloge možemo najpre navesti ostatak prereformskog sistema kada su postojale velike državne banke koje su koncentrovale velike udele depozita. Drugo, ova tržišta su liberalizovana i dozvoljen je ulazak velikog broja banaka. Treće, državne banke su pretrpele oštar pad tržišnih udela, kao deo privatizacione strategije za strane investitore. Trend konsolidovanja na ovim sektorima će tek jačati kada strane banke budu preuzimale manje efikasne banke i kada bude došlo do konsolidovanja stranih banaka na njihovim matičnim tržištima.

[65] Rym Ayadi, Georges Pujals, „Banking mergers and acquisitions in the EU: Overview, assessment and prospects“, *SUERF -The European Money and Finance Forum*, Vienna, 2005. str. 49, 50

Tabela 3-8. Mere koncentracije

Zemlja	Pokazatelj koncentracije CR_5		HHI	
	1998	**2002**	**1998**	**2002**
Austrija	66,50	62,39	1.779	1.132
Belgija	89,27	90,30	2.432	2.293
Danska	81,61	82,83	2.441	2.947
Finska	n.a.	96,99	5.488	5.056
Francuska	50,55	41,23	644	468
Nemačka	37,92	40,67	385	387
Grčka	96,70	84,18	2.820	1.843
Irska	65,55	64,64	1.551	1.145
Italija	55,41	40.80	796	441
Luksemburg	36,01	38,36	434	405
Holandija	90,11	90,01	2.610	2.437
Portugal	79,15	72,61	1.568	1.301
Španija	60,99	54,28	1.147	911
Kipar	92,97	88,54	2.776	2.447
Švedska	93,46	85,98	2.471	2.056
V. Britanija	42,28	37,90	483	464
Mađarska	70,97	63,83	1.569	1.222
Latvija	78,15	68,66	2.026	1.244
Litvanija	99,35	80,54	3.505	2.632
Malta	99,61	98.99	4.245	3.655
Poljska	75,31	60,51	1.691	1.047
Slovačka	78,40	77,12	1.943	1.707
Slovenija	77,82	75,51	2.061	2.145
Rep. Češka	88,01	76,47	2.406	1.609
Estonija	n.a.	n.a.	4.781	5.844
EU-15	**59,97**	**68,92**	**1.956**	**1.685**
Nove članice EU	**74,18**	**66,85**	**2.692**	**2.345**

Izvor: N. Fillipaki, C. Staikouras, „Competition and Concentration in the New Europe Banking Landscape“, *European Financial Management*, Vol. 12, No. 3, pp. 443-482, June 2006. (modifikovana forma)

U posmatranom periodu najnižu koncentraciju bankarskog sektora nalazimo u Nemačkoj, a potom u Luksemburgu, Italiji, Velikoj Britaniji i Francuskoj. S druge strane najveću koncentraciju ima bankarski sektor Finske. To bi moglo da ukaže da najveću koncentraciju pokazuju manji bankarski sistemi. Na segmentu bankarskih sektora novih zemalja članica, bankarski sektor Poljske, kao najveći, beleži najnižu koncentraciju, mereno HHI. Republika Češka uprkos visokoj koncentraciji, ipak beleži pad tržišnih udela najvećih banaka.

Neki od opštih zaključaka više konsultovanih studija ukazuju da su bankarski sektori EU-15 zemalja u proseku manje koncentrisani u odnosu na bankarske sektore novih pridruženih zemalja, ali i da je na ovim sektorima nivo koncentracije u opadanju. Dalje, proces integracije EU finansijskih tržišta i pored značajnih pomaka, ipak ukazuje na

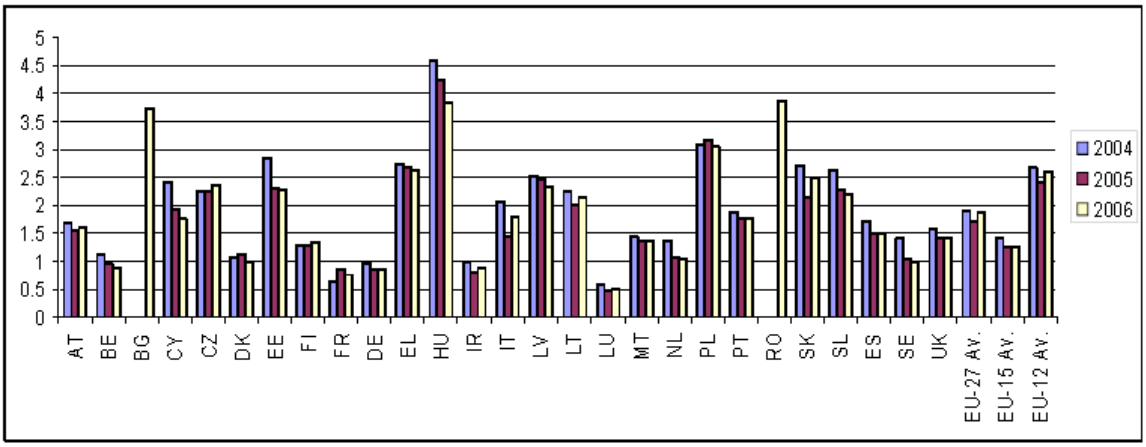
visoku disperziju stepena koncentracije na različitim bankarskim tržištima, što je posledica divergencije nacionalnih bankarskih struktura.

Na osnovu prethodno prezentovanih strukturalnih pokazatelja o konkurentnosti bankarskih sektora, ne stiče se jasan uvid u realno stanje konkurentnosti evropskog bankarstva. Jer ukoliko se pogledaju vrednosti indeksa koncentracije HHI na određenim sektorima, npr. Finske i Estonije (HHI preko 5.000) ili Finske, Belgije i Danske (HHI između 2.000 i 3.000) postavlja se pitanje da li je konkurencija na ovim tržištima toliko slaba i klijenti banaka nezaštićeni, a da regulatorne vlasti to ne registruju. Ili je ipak moguće, usled delovanja nekih drugih faktora, dopustiti koncentraciju veću od tradicionalno propisane i pri tome održavati snažnu konkurentnost na tržištu.

Novije studije istraživanja ustanovile su da je prethodna korelacija nivoa koncentracije i tržišne snage banaka nestala tokom 1990-ih godina. Naime, ovo se delom može pripisati „otvaranju“ tržišta, koje je privuklo nove konkurente i na taj način povećalo nivo kontestabilnosti tržišta. Dalje, pojava novih kanala distribucije, poput e-bankinga, doprinela je nestajanju jasnih geografskih granica tržišta i učinila koncept „lokalnog tržišta“ manje relevantnim.

Sagledavanje aktuelnije slike konkurentnosti evropskog bankarstva neophodno je dopuniti dodatnim pokazateljima efikasnosti i profitabilnosti bankarskih sektora. Grafikon 3-5. daje pregled neto kamatnih marži za evropske bankarske sektore, za godine 2004., 2005. i 2006.

Grafikon 3-5. Neto kamatne marže (% od ukupne aktive)

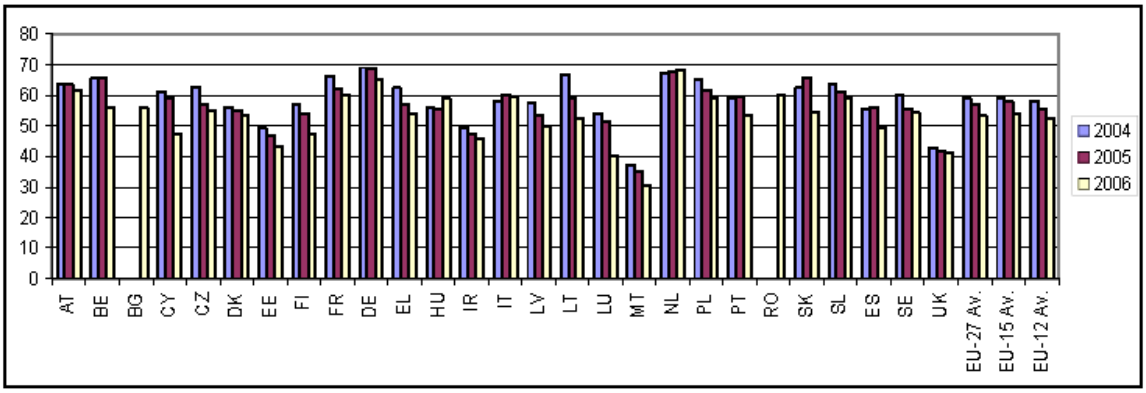


Izvor: Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document*, European Financial Integration Report, 2008.

Grafikon pokazuje da su neto kamatne marže u Bugarskoj, Republici Češkoj, Estoniji, Grčkoj, Mađarskoj, Latviji, Litvaniji, Poljskoj, Rumuniji, Slovačkoj i Sloveniji značajno više u odnosu na prosek EU (vrednosti se kreću od 2,12% do 3,82% u 2006. godini, naspram EU proseka od 1,87%). Vrednost kod mnogih EU-12 zemalja je znatno viša u

odnosu na EU prosek. U dužem vremenskom periodu beleži se pad neto kamatnih marži na nivou EU-12 zemalja, pre svega kao posledica rasta efikasnosti poslovanja banaka, povećanja nekamatnosnih prihoda, povećanja konkurentnosti na posmatranim sektorima. Sa aspekta efikasnosti nacionalnih bankarskih sektora razlike između EU-15 i EU-12 zemalja su male (videti Grafikon 3-6).

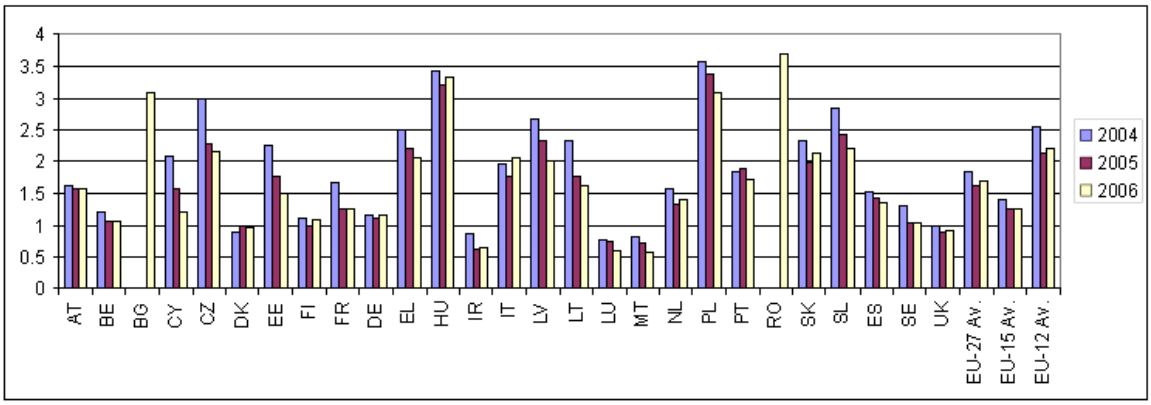
Grafikon 3-6. Pokazatelj cost-to-income



Izvor: Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document*, European Financial Integration Report, 2008.

Ipak, sledeći grafikon pokazuje značajnu razliku između nivoa troškova kao procenta ukupne aktive. Na osnovu ovog pokazatelja moguće je napraviti jasnu razliku između bankarskih sektora EU-15 i EU-12, pri čemu bankarski sektori EU-12 zemalja imaju znatno veći pokazatelj troškova (videti grafikon 3-7).

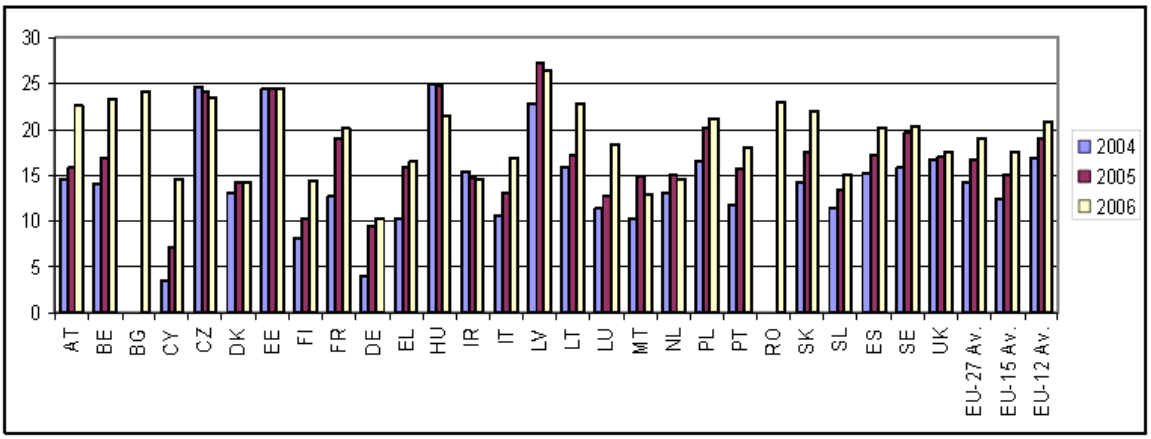
Grafikon 3-7. Ukupni troškovi (% od ukupne aktive)



Izvor: Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document*, European Financial Integration Report, 2008.

Stoga je zanimljivo videti pregled profitabilnosti bankarskih sektora, koristeći pokazatelj ROE (videti Grafikon 3-8).

Grafikon 3-8. Prinos na kapital (%)



Izvor: Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document*, European Financial Integration Report, 2008.

Prosečan pokazatelj prinosa na kapital za bankarske sektore EU-15 iznosi 17,5%, dok za EU-12 iznosi 20,9%. Generalno posmatrano, profitabilnost se u periodu 2004-2006. godine povećavala, čemu su doprinosili i povoljni ekonomski uslovi koji su vladali do sredine 2007. godine. *Opšta karakteristika za bankarske sektore novopridruženih članica EU jeste da su kamatne marže visoke, da su troškovi viši od EU proseka, te da je profitabilnost takođe visoka.*

Neka empirijska istraživanja koristila su nestrukturalni pristup merenju konkurentnosti bankarskih sektora. Tako su Bikker i Haaf (2002), ispitivanjem uslova konkurentnosti na 23 bankarska sektora OECD zemlje u periodu od 1988-1998. godine, došli su do zaključka da postoji monopolistička konkurentnost na posmatranim tržištima.[66] Ustanovljeno je da je holandski bankarski sektor najkoncentrisaniji, ali ujedno i najkonkurentniji (videti Tabelu 3-9). To je jedan od dokaza koji govori u prilog tezi da ne postoji negativna korelacija koncentracije i konkurentnosti na bankarskim tržištima.

Tabela 3-9. H-statistika za posmatrane zemlje u 1997. godini

Zemlja	H-statistika	Broj banaka	Tržišni udeo tri najveće banke
Australija	0,57	31	0,57
Kanada	0,62	44	0,54
Holandija	0,95	45	0,78
V. Britanija	0,64	186	0,34
SAD	0,56	717	0,15

Izvor: Jacob A. Bikker, Katharina Haaf, „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“, Central Bank of Netherlands, 2002.

[66] Jacob A. Bikker, Katharina Haaf, „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry“, Central Bank of Netherlands, 2002.

U nastojanju da objasne vezu između koncentracije i konkurentnosti, Claessens i Laeven (2003) su, na osnovu podataka iz 50 bankarskih sektora u periodu 1994-2000. godine, uz korišćenje H-statistike, takođe došli do zaljučka da broj banaka ne govori previše o konkurentnosti bankarskog sektora.[67] Iz Tabele 3-10. se vidi da bankarski sektor SAD beleži najveći broj tržišnih učesnika, ali i najslabiju konkurentnost, naspram Holandije i Australije na čijim bankarskim sektorima posluje jako mali broj banaka u gotovo savršenim konkurentskim uslovima.

Tabela 3-10. H-statistika za posmatrane zemlje, 2000. godina

Zemlja	H-statistika	Broj banaka
Australija	0,94	26
Kanada	0,83	49
Holandija	0,94	44
V. Britanija	0,78	106
SAD	0,47	1135

Izvor: Stijn Cleassens, Luc Laeven, „What Drives Bank Competition? Some International Evidence“, *World Bank Policy Research Working Paper* 3113, 2003.

Empirijska studija bazirana na PR pristupu, koja posmatra prošireni evropski bankarski sektor, u perodu od 1998-2002. godine, ukazuje da dominira model monopolističke konkurencije. Istovremeno je pokazano da su bankarski sistemi EU-15 zemalja neznatno konkurentniji (H-statistika = 0,688) u odnosu na novopridružene članice Evropske unije (H-statistika = 0,597), bar kada se u obzir uzmu kamatonosni prihodi kao glavni izvor prihoda banaka.[68]

Stoga se ne može prihvatiti uprošćeni stav da stepen konkurentnosti na bankarskom sektoru određuje stepen njihove koncentracije. Pootrebno je uzeti niz drugih faktora. U tom smislu najpre navodimo faktor pretnje ulaska novih konkurenata na bankarsko tržište, što primorava banke na konkurentsko ponašanje, bez obzira na njihov broj. Dalji važan faktor je što banke mogu da budu suočene sa konkurencijom drugih finansijskih firmi i tržišta kapitala, ukoliko postoji veći stepen razvijenosti finansijskog sistema. Najzad, banke sa većim tržišnim udelima imaju širu bazu podataka o svojim klijentima i time prednost u odnosu na banke koje tek ulaze na tržište, što stvara neku vrstu barijere za ulazak novih banaka, kao i podsticaj da postojeće banke budu još konkurentnije, kako bi ne samo sprečile nove ulaske na tržište, već održale i povećale svoj tržišni udeo.

Koegzistencija jake koncentracije i konkurencije u bankarskom sektoru može da deluje kao neintuitivan zaključak. Ali kada uzmemo u obzir upravo specifičnosti bankarskog

[67] Stijn Cleassens, Luc Laeven, „What Drives Bank Competition? Some International Evidence“, *World Bank Policy Research Working Paper* 3113, 2003.

[68] N. Fillipaki, C. Staikouras, „Competition and Concentration in the New Europe Banking Landscape“, *European Financial Management*, Vol. 12, No. 3, pp. 443-482, June 2006.

sektora, koje su nastale pod uticajem krupnih strukturalnih promena, možemo pokušati da ustanovimo razlog konkurentnosti pomenutog holandskog bankarskog tržišta na kojem tri najveće banke kontrolišu čak 80% tržiša. U razmatranje je potrebno uzeti snažnu internacionalnu konkurenciju sa kojom se holandske banke suočavaju na polju korporativnog poslovanja ili pak konkurenciju nebankarskih finansijskih firmi usmerenu kako na korporativni, tako i na segment poslovanja sa stanovništvom i malom privredom.

Stvaranje mega-banaka, uz menjajuću efektivnu konkurentnost, nije imalo za posledicu rast tržišne snage i mogućnost značajnije zloupotrebe veličine i dominantnog položaja na tržištu. Veliki broj studija uveravaju da postoje pozitivni efekti M&A na nacionalnom nivou, koji su doveli do povoljnijih ili bar neutralnih uslova i cena bankarskih usluga za klijente.[69]

Velike banke, pored prednosti u vidu kompjuterizovanih analitičkih tehnologija, zahvaljući svojoj veličini i mogućnosti ostvarivanja ekonomije obima mogu nametnuti konkurentske pritiske i na lokalnim koncentrisanim tržištima. Time mogu nadomestiti nedostatak teritorijalnih korena i informisanosti o lokalnoj klijenteli, što bi tradicionalno bile glavne konkurentske prednosti manjih lokalnih banaka.

Nesumnjivo, talas nacionalnih konsolidovanja vodio je stvaranju visoko koncentrovanih evropskih bankarskih sektora. Na onim koja su takva i gde su šanse za rast na nacionalnom nivou postale slabe, banke su počele da tragaju za novim šansama. Nove šanse su pronašle na novim geografskim područjima, kako bi ostvarile koristi iz efekata geografske diversifikacije. To je dovelo do rasta prekograničnih M&A aktivnosti. Rast prekograničnih M&A aktivnosti uticaće na rast konkurentnosti na nacionalnih tržištima, ne menjajući tržišni udeo banaka na lokalnim tržištima.

3.5. Konkurentnost na bankarskim sektorima zemalja Centralne i Istočne Evrope

Zemlje Centralne i Istočne Evrope u protekle dve decenije prošle su značajne ekonomske i političke promene. Prelazak na tržišni način privređivanja podrazumevao je sprovođenje opsežnih programa ekonomskih i finansijskih reformi. Privatizacija državnih banaka i uklanjanje restrikcija za ulazak novih tržišnih učesnika delovali su u pravcu promene uslova konkurentnosti posebno u bankarskim sektorima CEE zemalja. S druge strane, usled deregulacije sektora, njegove liberalizacije, tehnoloških unapređenja i drugih pokretačkih snaga, struktura konkurentnosti evropskog sektora finansijskih usluga je značajnije izmenjena. Velike evropske finansijske institucije koje posluju sa relativno niskim maržama su uvidele šanse za rast profitabilnosti kroz prekogranične transakcije ka tržištima CEE zemalja.

[69] Pogledati studije Focarelli i Panetta (2002) „Are banks beneficial for customers?“ Banca d'Italia, No. 448, zatim John Ashton i Khac Pham, „Efficciency and Price effects of Horizontal Bank Mergres“, CCP Working Paper 07-9

Ekspanzija velikih stranih banaka na tržišta u razvoju dovela je do zabrinutosti u pogledu koncentracije lokalnih bankarskih tržišta. Ulazak ovakvih institucija direktno i indirektno utiče na koncentraciju lokalnih bankarskih sistema. U nekim slučajevima, velike strane banke preuzimaju značajan udeo aktive lokalnog tržišta kupovinom lokalne banke.

Već smo ukazali da su ova tržišta karakterisala koncentracija na visokom nivou, ali i njeno smanjenje. Iz Tabele 3-11. možemo zaključiti da su najveći bankarski sistemi Centralne Evrope jako koncentrisani (HHI u tri zemlje prelazi nivo od 1.200), te da u drugoj polovini decenije dolazi do smanjenja koncentracije. Prvo, postoji direktan uticaj nasleđa velikih državnih banaka koje su držale veliki udeo depozita. Drugo, u Republici Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj barijere za ulazak u bankarski sektor su liberalizovane, usled čega je došlo do ulaska novih banaka u prvoj polovini 1990-ih godina. Treće, državne banke su pretrpele oštar pad tržišnog udela delom usled prodaje uglavnom stranim strateškim investitorima u drugoj polovini 1990-ih godina.[70]

Tabela 3-11. Broj banaka i koncentracija na odabranim bankarskim sektorima zemalja u razvoju

Zemlja	Broj banaka, 1994.	Udeo u ukupnim depoizitima (%), 1994.		HHI, 1994.	Broj banaka, 2000.	Udeo u ukupnim depoizitima (%), 2000.		HHI, 2000.
		CR_3	CR_{10}			CR_3	CR_{10}	
Centralna Evropa								
Rep. Češka	55	72,0	97,0	2.101,5	42	69,7	90,3	1.757,9
Mađarska	40	57,9	84,7	1.578,8	39	51,5	80,7	1.241.2
Poljska	82	52,8	86,9	1.263,6	77	43,5	77,7	899,7
Turska	72	40,7	79,1	957,2	79	35,9	72,0	710,2

Izvor: IMF, „Financial Sector Consolidation in Emerging Markets“ (ch. V), *International Capital Markets*, August 2001.

Trend konsolidovanja u regionu je pojačan počev od 2000-te godine. Iako je region *underbanked* u smislu bankarske aktive i depozita, analitičari predviđaju da je zapravo *overbanked* u pogledu broja banaka (videti Tabelu 3-11). Trend konsolidovanja je podstaknut time što su jače strane banke apsorbovale one slabije, kako bi obezbedile veću tržišnu stabilnost, kao i putem merdžera matičnih kompanija čije podružnice posluju u regionu.

Postoji zabrinutost da bi koncentracija mogla dovesti do monopolske snage koja bi dalje umanjila efikasnost bankarskog sistema i dostupnost kredita. Takođe postoji opasnost da se poremećaji sa razvijenih tržišta prenesu na tržišta u razvoju. Evidentno je da visoko koncentrovani sistemi povećavaju zabrinutost oko „too big to fail“ dileme. U ovakvoj

[70] IMF, „Financial Sector Consolidation in Emerging Markets“ (ch. V), *International Capital Markets*, August 2001.

situaciji, pad jedne velike banke može dovesti do ozbiljnih problema na tržištu novca i lokalnih sistema plaćanja. Dalje, kada su velike banke u stranom vlasništvu postoji rizik da može otvoriti kanal za prenos šokova sa matrične banke na lokalne filijale i podružnice.

Sledeća analiza daje jasniji uvid u uticaj koncentracije bankarskih sektora na njihovu konkurentnost za region CEE (videti Tabelu 3-12).

Tabela 3-12. H-statistika za bankarske sektore zemalja CEE, period 1993-2000.

Zemlja	H-statistika	Broj banaka
Rep. Češka	0,66	31
Estonija	0,39	12
Hrvatska	0,59	45
Mađarska	0,75	32
Litvanija	0,45	14
Latvija	0,62	27
Makedonija	0,32	10
Poljska	0,50	53
Rumunija	0,66	30
Slovenija	0,37	27
Slovačka	0,19	22
Srbija i Crna Gora	0,42	18
Bugarska	0,46	24
Ukupan uzorak	**0,49**	**345**

Izvor: H. Semith Yildirim, George C. Philippatos, „Competition and Contestability in Central and Eastern European Banking Markets“, *Managerial Finance,* Vol. 33, No. 3, 2007. (modifikovana forma)

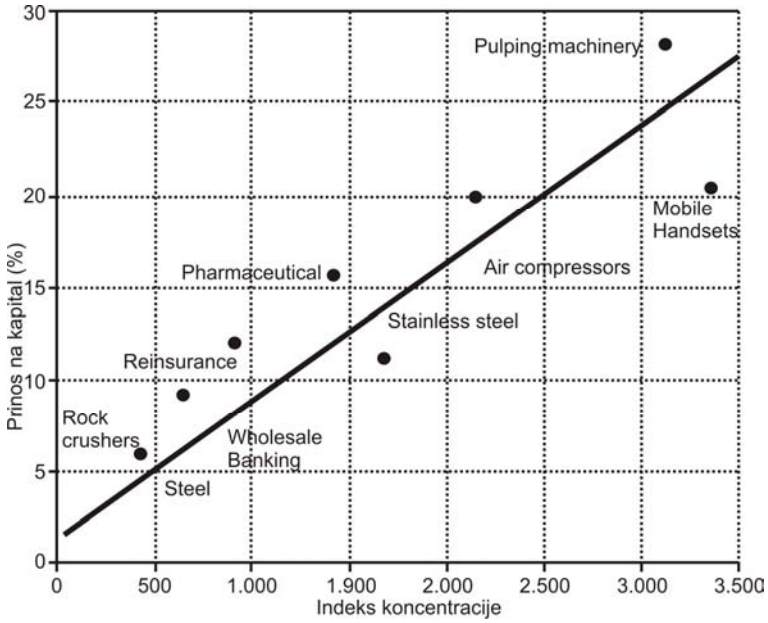
Tabela sumira određene H-statistike za 14 CEE bankarskih sektora, u periodu od 1993. do 2000. godine. U većini slučajeva (izuzev Makedonije i Slovačke, gde su postojala monopolistička tržišta) bankarska okruženja možemo okarakterisati kao monopolističku konkurenciju, sa indeksom koji je najveći u slučaju Mađarske. [71] Čini se da su u to vreme visoko koncentrovani bankarski sektori zemalja u tranziciji pokazivali konkurentnost. U skladu sa teorijom o kontestabilnosti tržišta, možemo pretpostaviti da su cene bankarskih usluga bile konkurentne usled potencijalne mogućnosti ulaska novih tržišnih učesnika.

[71] H. Semith Yildirim, George C. Philippatos, „Competition and Contestability in Central and Eastern European Banking Markets“, *Managerial Finance,* Vol. 33, No. 3, 2007.

3.6. Uticaj merdžera na tržišnu snagu i perspektivnu tržišnu strukturu

Glavno strategijsko pitanje je vezano za izgled buduće konkurentske strukture različitih dimenzija sektora finansijskih usluga. Empirijska je činjenica da operativne marže teže da budu pozitivno korelisane sa većim nivoom koncentracije. Empirijski, veće vrednosti HHI su povezane sa većim stepenom cenovne snage, maržama cena-troškovi i ROE za sve industrijske sektore, kao što možemo videti sa Grafikona 3-9.[72]

Grafikon 3-9. Nivoi koncentracije (HHI) i prinosa na uloženi kapital na različitim industrijskim granama, na globalnom nivou



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 78

Geografski, postoje tržišta sa visokom koncentracijom bankarskog sektora, poput Holandije, Finske i Danske. S druge strane su tržišta sa jakom fragmentacijom kao što je slučaj sa Nemačkom, Italijom, Španijom.

U praksi banke mogu određivati cene ponude i tražnje. U strani ponude cenama se manipuliše kroz obaranje troškova ili povećanje cena u odsustvu konkurencije. Uticaji na strani tražnje se realizuju kroz niže troškove finansiranja banaka usled veličine, reputacije ili efekata diversifikacije.

[72] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 78

Iako monopolistička snaga nastala kroz merdžere i akvizicije u sektoru finansijskih usluga može dovesti do toga da se benefiti realociraju sa klijenata na vlasnike finansijskih institucija, ove uslove nije lako postići niti održati. Ponekad novi tržišni učesnici – čak i uz relativno mali ulazak – dovode do penetracije tržišta koja može urušiti oligopolističku cenovnu strukturu. Konkurentnost sektora (i nizak HHI) očuvana je i nakon intenzivnih M&A aktivnosti, zahvaljujući relativno jednakoj distribuciji tržišnog udela vodećih kompanija, kao na primeru korporativnog i investicionog bankarstva, na globalnom nivou, što zaključujemo iz Tabele 3-13.[73] Godine 2002. deset najvećih banaka je držalo nešto više od 70% tržišnog udela, dok je HHI iznosio svega 549 poena. Slika se nije promenila kada je analizom obuhvaćeno dodatnih deset banaka, a njihov tržišni udeo povećan na 91%. HHI i dalje ostaje jako nizak (591 poen). To očigledno pokazuje slabljenje tradicionalne veze između koncentracije i konkurentnosti, što je posledica veće otvorenosti tržišta i posledične pojave novih konkurenata koji imaju snažan uticaj na ponašanje većih i tržišno snažnijih konkurenata.

Tabela 3-13. Tržišna koncentracija globalnog korporativnog bankarstva i investicionog bankarstva

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Deset najvećih banaka													
% tržišni udeo	40,6	46,1	56,0	64,2	62,1	59,5	55,9	72,0	77,9	77,0	80,0	74,12	71,3
HHI	171,6	230,6	327,8	459,4	434,1	403,0	464,6	572,1	715,9	664,0	744,0	603,0	549,4
Dvadeset najvećih banaka													
% tržišni udeo			80,5	75,6	78,1	76,0	81,2	93,3	97,1	96,3	97,5	91,5	91,0
HHI			392,7	478,4	481,4	439,5	517,6	620,9	764,0	709,0	784,0	639,0	591,1

Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 80

Najnovija evropska iskustva upućuju na zaključak da tradicionalna veza koncentracije i tržišne snage slabi u procesu konsolidovanja evropskih bankarskih sektora. Otvaranje tržišta, pojava novih konkurenata, pojava novih kanala distribucije podrineli su relativizaciji koncepta lokalnih tržišta. U ovakvim uslovima banke su u nemogućnosti da nakon merdžera povećaju svoju tržišnu snagu i pomere kamate u smeru koji bi im obezbedio pozitivnije efekte na dobit.

[73] Ingo Walter, str. 80

3.7. Kontrola merdžera i akvizicija na sektoru bankarstva

3.7.1. Antimonopolska politka

Konsolidovanja banaka mogu biti usmerena na povećanje tržišnih udela, kako bi se postigla dominantna pozicija na tržištu i iskoristile prednosti oligopolističkih prinosa. Tržišna snaga dozvoljava firmama da naplate više i/ili plate manje za istu uslugu. Ali tada bi u mnogim tržišnim okruženjima došlo do antimonopolskih aktivnosti u cilju ograničavanju rasta tržišne snage.[74]

Osnovni cilj regulative vezane za merdžere i akvizicije je da obezbedi konkurentnost na tržištu. Naime, regulatorne institucije nastoje da održe efektivnu konkurentnost tržišta zbog koristi koje u takvim uslovima ima društvo u celini. Konkurencija daje podsticaj firmama da unaprede performanse, razviju nove proizvode i unaprede izbor za potrošače, odgovore na promene u okruženju, postignu veću efiksanost i veći ekonomski rast.

Benefiti konkurentnosti tržišta na finansijskom sektoru leže u unapređenju pristupa kapitalu za firme, jeftinijim zajmovima, boljem prilagođavanju finansijskih usluga potrebama potrošača, obavljanja jeftinijih transakcija i usluga plaćanja za klijente, unapređenju tehnika za upravljanje rizicima i mogućnosti unapređenja prinosa na ulaganja.

Adekvatna struktura bankarskog sektora je važna iz razloga što utiče na način na koji se firme ponašaju na tržištu i na efikasnost sektora. Efikasnost sektora ima više dimenzija od kojih sa aspekta politike regulative M&A možemo izdvojiti kao najvažnije:

- tehničku efikasnost, koja je postignuta ako pojedinačne kompanije proizvode robu i usluge na nižim troškovima,
- alokativnu efikasnost, koja ja postignuta ako se resursi za proizvodnju roba i usluga alociraju prema njihovoj najvećoj upotrebnoj vrednosti i
- dinamička efikasnost, u smislu da sektori čine tehnološka unapređenja u skladu sa promenama potreba potrošača.

Merdžeri i akvizicije su predmet regulacije ne samo iz razloga koji se odnose na konkurentnost, već i zbog sistemskog rizika, tj. rizika stabilnosti ukupnog bankarskog sistema zemlje.

Antimonopolska politika vezana za merdžere i akvizicije dizajnirana je tako da sprečava poslovne kombinacije koje bi vodile značajnom uvećanju tržišne snage. Regulatorne i antimonopolske vlasti ispituju karakteristike strukture tržišta koje su pod uticajem M&A, merenih tržišnom koncentracijom, a kako bi se utvrdila tržišna snaga i uticaj predložene kombinacije na konkurenciju.

[74] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 76-82

Za procenu koncentracije na nivou EU i njenog uticaja na konkurentnost od posebnog je značaja definisanje relevantnog tržišta. Posmatrano tržište zavisi od tipa usluge koju posmatramo (korporativno bankarstvo ili poslovanje sa stanovništvom i malom privredom). Za poslovanje sa stanovništvom relevantna je lokalna dimenzija tržišta, dok je međunarodna dimenzija relevantna za poslove investicionog bankarstva.

3.7.2. Kontrola merdžera i akvizicija

U SAD je politika konkurentnosti uvedena Sherman-ovim zakonom još 1890. godine i Clayton-ovim zakonom 1914. godine. Međutim, većina drugih zemalja do 1990-ih godina nije imala sistemsku politiku konkurentnosti.

U SAD antimonopolske zakone sprovode Ministarstvo pravde, Sistem federalnih rezervi i Federalna agencija za osiguranje depozita. Pri ocenjivanju uticaja predloženog merdžera na konkurentnost sektora, sve pomenute institucije koriste jedinstveni pristup baziran na strukturalnoj analizi bankarskog tržišta pod uticajem merdžera. Osnovne direktive zahtevaju procenu koncentracije udela depozita banaka koje posluju na tržištu. Važnost koncentracije tržišta svoju osnovu ima u paradigmi struktura–ponašanje-performanse, po kojoj manji broj većih banaka (dakle veća koncentracija) sadrži veću verovatnoću za nekonkurentsko ponašanje.[75]

Regulisanje merdžera Evropske Komisije izvire iz politike konkurentnosti koja je razvijena u odgovarajućim nacionalnim politikama. To regulisanje je dizajnirano ne samo da obezbedi realizaciju ciljeva sadržanih u Rimskom ugovoru, već i da olakšava integrisanje i razvoj tržišta. Regulativa merdžera, koja je stupila na snagu septembra 1990. godine i modifikovana 1997. godine, proširila je i pojasnila odgovornosti Komisije oko kontrole merdžera.[76] Evropska Komisija ima ekskluzivnu odgovornost u regulaciji merdžera velikih institucija iz raznih zemalja EU, dok manji merdžeri, koji su nacionalnog karaktera, ostaju u nadležnosti nacionalnih regulatornih vlasti.

Glavni *cilj* kontrole M&A je sprečavanje preterane tržišne koncentracije. Razlog leži u tome da bi koncentracija mogla dovesti do značajnog smanjenja konkurencije ili stvaranja dominantnih pozicija, koje bi vodile rastu cena i smanjenju blagostanja potrošača.

Polazeći od tog cilja, regulatorne vlasti primenjuju određen broj *kriterijuma* u sagledavanju predloga merdžera (merger review). Kriterijumi koji se koriste za procenu merdžera ili akvizicije su slični za sve regulatorne vlasti. Najvažniji kriterijum je

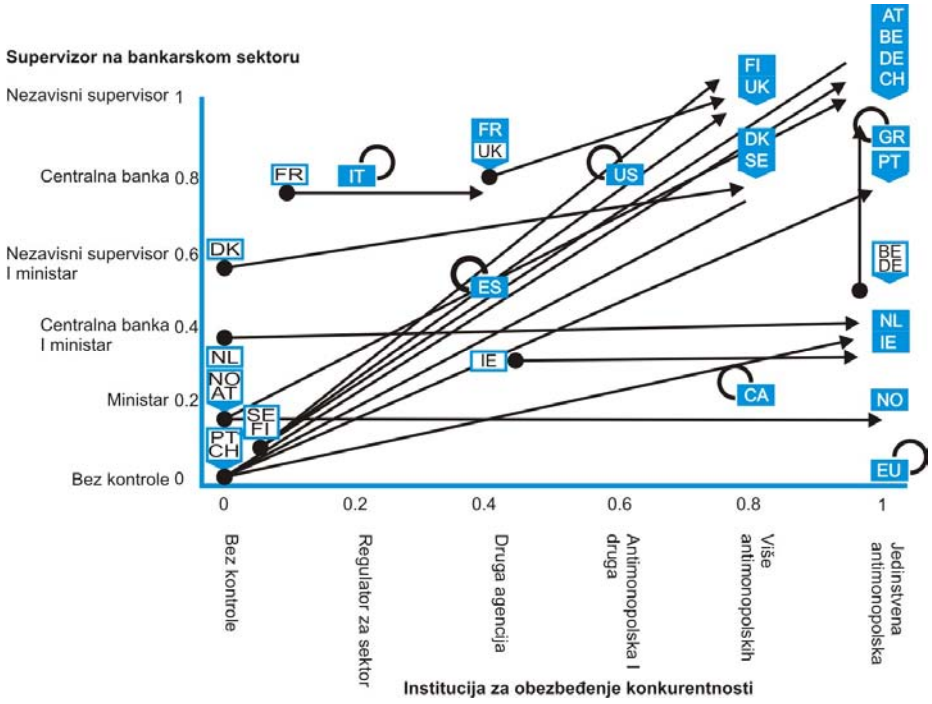
[75] Nicola Cetorelli, „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 1Q 1999. godine

[76] Group of Ten, „The effects of consolidation efficiency, competition and credit flows“, ch. V, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

sigurnost i stabilnost kombinovanih banaka. Ovaj kriterijum razmatra rezultujuće finansijske uslove kombinovanih banaka, posebno takozvanih CAMEL faktora – kapital (capital), kvalitet aktive (asset quality), menadžment (management), zarade (earnings) i likvidnost (liquidity).[77] Drugi regulatorni kriterijum je *antimonopolski*, a razmatra efekte na konkurentnost i koncentraciju ekonomske snage. Treći kriterijum regulatorne vlasti je *društveni uticaj* predloženog kombinovanja. Cilj je sprečiti negativne uticaje na smanjenje ponude usluga i pogodnosti za društvenu zajednicu.

U zemljama sa razvijenim režimima regulacije konkurentnosti, odgovarajuću politiku vode posebne regulatorne *vlasti* (authority). Poslednja komponenta režima politike konkurentnosti je *monitoring* merdžera. Da bi monitoring bio transparentan, sve odluke moraju da budu javne.[78]

Grafikon 3-10 . Razvoj na polju odgovornosti oko sagledavanja predloga merdžera u industrijskim zemljama



Izvor: Elena Carletti, Steven Ongena, „Cross-Border Banking and Competition Policy“, ECB, *Research Bulletin*, No. 4, April 2006.

[77] Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions*, Wiley & Sons, Inc., 2001., str. 312

[78] Elena Carletti, Philipp Hartmann, Steven Ongena, „The Economic Impact on Merger Control: What is special about banking?“, European Central Bank, *Working Paper Series* No. 786, July 2007.

Grafikon 3-10. upravo pokazuje razvoj odgovornosti oko procesa sagledavanja predloženih merdžera. Na x-osi kategorisane su moguće regulatorne vlasti koje su zadužene za sprovođenje konkurentnosti u procesima sagledavanja predloženih merdžera. Što je posmatrana zemlja više ulevo, to je za konkurentnost zadužena regulatorna vlast kojoj to nije primarna uloga (slučaj Italije je posmatran pre sprovođenja odgovarajućih reformi). Recimo, regulator sektora je obično supervizor rada banka, koji je prvenstveno usmeren na očuvanje finansijske stabilnosti. Obratno, ukoliko je zemlja više udesno, kompetencija oko konkurentnosti sektora je podređena posebnom regulatornom organu. S druge strane, y-osa vrši sličnu kategorizaciju u sprovođenju supervizije predloženog merdžera. Što se posmatrana zemlja nalazi više na osi, to znači da je jasnija supervizija koja se sprovodi od strane nezavisnog regulatornog organa zaduženog za održavanje stabilnosti bankarskog sektora.[79]

Pored jačanja adekvatnog regulatornog okvira za pitanja konkurentnosti na bankarskim sektorima, prethodno sagledani problemi primene odgovarajućeg pristupa u merenju konkurentnosti sektora su više alarmantni. Naime, ako smo ustanovili da strukturalne karakteristike sektora slabo reflektuju konkurentnost, te da struktura ima malo značaja za konkurentnost sektora, nameće se pitanje adekvatnosti politike konkurentnosti koja se vodi na bankarskim sektorima. Politika konkurentnosti na sektoru finansijskih usluga ne bi trebalo da pravi trade-off između koncentracije i konkurentnosti na tržištu. Ukoliko postoji težnja za održavanjem otvorenih bankarskih sistema, pažnju treba usmeriti na obezbeđenje konkurentnosti, pre nego na obezbeđenje sistema koji će imati nizak stepen koncentracije.

Nacionalna konsolidovanja će se nastaviti na bankarskim sektorima gde nivoi koncentracije još uvek nisu dostigli gornju dozvoljenu granicu, jasno određenu politikom konkurentnosti. Ali je izvesno očekivati da će banke sve više da se opredeljuju za stratešku opciju rasta putem prekograničnih M&A.

U svetlu korenitih i dinamičnih promena koje se događaju na evropskim bankarskim tržištima, neophodno je prilagođavanje regulatornog mehanizma u konkurentskom okruženju. Cilj bi bio homogenizacija regulatornog okvira, što bi pojačalo prekogranične M&A transakcije. Time bi bili pojačani konkurentski pritisci od strane novih tržišnih učesnika na lokalnim nacionalnim tržištima, odnosno bila bi pojačana konkurentnost na evropskom bankarskom tržištu. U ovakvim uslovima, postojeći tržišni učesnici bili bi primorani na veću tržišnu disciplinu.

[79] Elena Carletti, Steven Ongena, „Cross-Border Banking and Competition Policy“, ECB, *Research Bulletin*, No. 4, April 2006.

GLAVA 4:

EFEKTI NA PERFORMANSE BANAKA

EFEKTI NA PERFORMANSE BANAKA

Uvodna razmatranja
Metodološki okvir
Faktori profitabilnosti banaka
Balanced Scorecard model merenja performansi
Sinteza empirijskih istraživanja
Nacionalne vs. prekogranične M&A transakcije
Efekti M&A na performanse banaka u zemljama Centralne i Istočne Evrope

Uvodna razmatranja

Realizacija strategije merdžera i akvizicija ima svoju unutrašnju ekonomsku logiku u smislu povećanja ekonomske efikasnosti u postakvizicionom periodu. Ali ovu postavku treba uzeti sa određenim rezervama, jer su empirijska istraživanja pokazala da eksterni rast ne vodi uvek boljim performansama. Kvalitet poslovanja kompanije ili banke nakon akvizicije u mnogome zavisi od načina na koji je akvizicioni proces sproveden.

Stvaranje ili urušavanje vrednosti posle izvršenog merdžera/akvizicije je predmet intenzivnog teorijskog i posebno empirijskog istraživanja. Pored pitanja stvaranja ili urušavanja vrednosti nakon sprovedenih M&A transakcija, u fokusu je i distribucija potencijalnih koristi ili gubitaka među učesnicima u transakciji.

Sprovođenje M&A može da ima pozitivne implikacije za finansijski sektor. Mogućnost da kompanija može da bude preuzeta podstiče njen menadžment da poboljša efikasnost, a time i akcionarsku vrednost kompanije/banke. Tržište pozitivno reaguje na promene podstaknute sprovođenjem dobrih strategija koje nastaju kao rezultat uspešnih M&A transakcija. Smanjenje viška kapaciteta glavna prednost M&A, što je naročito slučaj na nacionalnom planu.[80]

Međutim, proces konsolidacije ne znači uvek veće profite ili veću efikasnost banaka, već može da dovede i do gubitaka. Prema mišljenju eksperata, oko 60% M&A transakcija

[80] ECB, „Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications“, December 2000.

rezultuju neuspehom, jer su transakcije koncipirane previše optimistički, pri čemu je zanemarena kompleksnost transakcije.[81]

Stvaranje vrednosti iz M&A transakcija počiva na pretpostavci da će anticipirana vrednost, koju će stvoriti dva spojena entiteta, nadmašiti sumu vrednosti koju bi ti entiteti kreirali odvojeno. Figurativno govoreći, to znači da će 1+1 biti jednako 3, a ne 2. Praksa naglašava da ekonomija obima predstavlja glavni razlog za bankarske merdžere i za kreiranje vrednosti iz ovakvih transakcija. Tako bankarski merdžeri omogućuju efikasniju alokaciju resursa usled konsolidacije back-office aktivnosti i eliminisanja suvišnih filijala.[82] Transfer kontrole između akvizatora i ciljne banke dovodi do transfera aktive ciljne banke na banku akvizatora, koja datim sredstvima može upravljati na efikasniji način. Time bankarski merdžeri omogućavaju akvizatoru da iskoristi ekonomiju obima ili okvira. Merdžeri koji stvaraju sinergetske efekte jačaju efikasnost i konkurentske pozicije konsolidovanih banaka. Merdžeri obezbeđuju nove šanse za geografsku diversifikaciju. Banka akvizator može ostvariti benefite kroz pristup novim tržištima i na taj način unaprediti profitabilnost postojećih operacija.

Smanjenje troškova kao izvor potencijalnih koristi iz M&A transakcije zaslužuje posebnu pažnju, jer nakon transakcije akvizator dobija direktnu kontrolu nad nekamatnim troškovima. Do najvećeg smanjenja troškova dolazi ukoliko akvizator i ciljna banka imaju duplirana sredstva, operacije, zaposlene i, zbirno posmatrano, višak kapaciteta za kombinovano poslovanje. Merdžer omogućava da kombinovana kompanija nudi isti ili bolji kvalitet usluga sa manje zaposlenih i sa manje kapitala, nego dve banke zasebno.

Međutim, kreiranje vrednosti iz M&A transakcije na finansijskom sektoru može biti problematično iz raznih razloga. To je posebno slučaj kod prekograničnih i međusektorskih transakcija, gde se nailazi na kulturološke razlike kao i razlike u regulatornim i računovodstvenim sistemima. Rizik od odlaska glavnih klijenata je takođe uvek prisutan. Akvizicije koje imaju za cilj uvećanje efikasnosti i postizanje troškovnih ušteda, rizikuju da budu manje uspešne, nego što se predviđalo, usled kompleksnosti poslovanja ili zbog rigidnosti tržišta rada.[83]

Postoje značajne teškoće kod procene efekata evropskih bankarskih M&A na performanse banaka uključenih u te transakcije. Prvo, većina studija odnosi se na M&A u SAD, dok za Evropu, gde je ovaj fenomen relativno nov, ne postoji dovoljno empirijskih dokaza i akademskih studija iz ove problematike. Drugo, zaključci do kojih se došlo na osnovu američkih studija ne mogu biti primenjeni na evopske transakcije,

[81] Financial Services Management Report: Mergers and Acquisitions in European Financial Services, *Business Insights,* November 2004.

[82] Yvette Benedeck, Edward Waller, „Bank Acquisition Annoucements and Intra-Industry Effects“, *Journal of Business and Economics Research* vol. 5, no.7, July 2007.

[83] ECB, „Mergers and Acquisitions involving the EU Banking Industry – Facts and Implications, December 2000.

uglavnom usled različitih struktura bankarstva i regulatornih okvira koji su do skoro bili fundamentalno drugačiji.[84]

4.2. Metodološki okvir

4.2.1. Model VBM

Kao osnovnu ciljnu funkciju poslovanja banaka uzimamo maksimizaciju njihove tržišne vrednosti. Alternativno, ciljna funkcija poslovanja banke je realizacija zadovoljavajuće stope prinosa po jedinici akcijskog kapitala. Postizanje ovog cilja osnov je za dalji rast i razvoj bankarskog poslovanja. Kako za poslovanje banaka postoje institucionalno propisani minimalni odnosi visine bankarskog kapitala i visine aktive u bilansu banke, povećanje akcijskog kapitala je preduslov za rast banke.

Sprovođenje bankarskih M&A transakcija se opravdava time da ove transakcije dovode do uvećanja vrednosti za akcionare. Rađanje akcionarskog aktivizma, tj. jačanje uloge akcionara, rast značaja institucionalnih investitora u kapitalu banaka, kao i pritisak od strane finansijskih tržišta i novih pravila korporativnog upravljanja, usmerili su poslovne ciljeve banaka ka maksimiziranju vrednosti.

Pored profita, kao merila stope efikasnosti poslovanja kompanija u tržišnom okruženju, sve više na značaju dobija koncept *vrednosno orijentisanog upravljanja* (value-based management, VBM).[85] Koncept VBM koristi merila koja predstavljaju kriterijume performansi i vrednosti kompanija u tržišnom okruženju. Pri tome se polazi od premise da kompanija i njeni delovi kreiraju vrednost jedino ukoliko se realizuje stopa prinosa veća od cene kapitala.

Da bi kompanija maksimizirala vrednost, neophodno je napraviti adekvatnu operacionalizaciju ovog cilja u vidu strategija i strateških planova. U tom smislu, razvojna strategija kompanije se odnosi na sagledavanje mogućnosti proširenja kapaciteta putem internog razvoja ili putem eksternog razvoja (akvizicija). Strategiju je dalje neophodno prevesti na konkretne performanse targete. Njihov ogroman značaj se nalazi u njihovoj funkciji povezivanja top menadžmenta kompanije sa menadžerima na nižem nivou i zaposlenima, u cilju komunikacije rezultata koji se očekuju u projektovanom vremenskom periodu.

Bitan momenat u modelu VBM čini identifikacija ključnih pokretača (drajvera) vrednosti. Oni su ti koji zapravo imaju najveći uticaj na kreiranje vrednosti. Kako bi

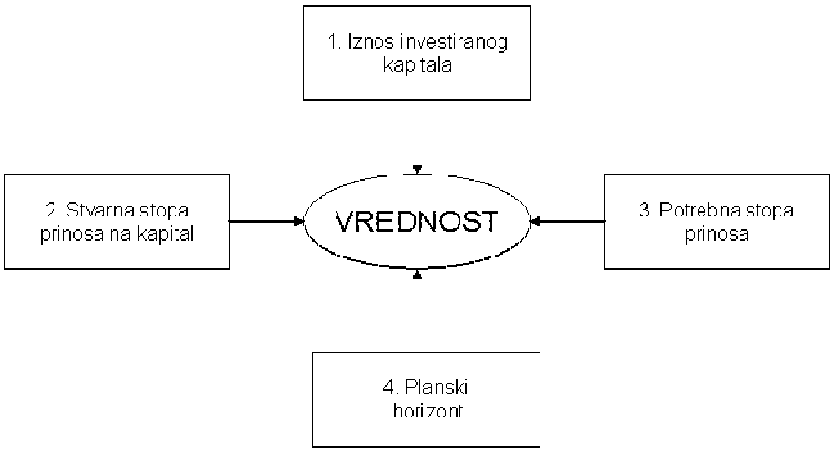
[84] Rym Ayadi, Georges Pujals, „Banking Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, Assessment and Prospects“, *SUERF-The European Money and Finance Forum*, 2005.

[85] Šire o tome: M. Ćirović, *Finansijski manedžment*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2008. str. 125-149

sistem targeta pravilno funkcionisao neophodan je informacioni sistem, koji operativno prati realizaciju postavljenih performansnih targeta.

Stvaranje vrednosti za kompaniju možemo predstaviti pomoću četiri sledeća faktora.

Slika 4-1. Četiri ključna elementa kreiranja akcionarske vrednosti



Izvor: M. Ćirović, *Finansijski manedžment*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2008. str. 131

Model VBM počiva na osnovi da je akcionarska vrednost kreirana samo ako je stvarna stopa prinosa (element 2) veća od potrebne stope prinosa (element 3). Razlika između ove dve veličine predstavlja performansi spred (performance spread) i izražen je kao stopa. Dakle,

Apsolutno povećanje vrednosti = Investicije x Performansi spred

Osnovne metrike VBM modela koje se zasnivaju na strateškom finansijskom planu kompanije jesu analiza akcionarske vrednosti (Shareholder Value Analysis, SVA) i dodata ekonomska vrednost (Economic Value Added, EVA). Ova grupa metrika je značajna za vlasnike i menadžere kompanija kako bi se kvalitetnije utvrdile performanse kompanije na dugi i kraći rok.

Kako bismo sagledali efekte sprovedenih transakcija na performanse akvizatora, u osnovi možemo primeniti metodologije koje proučavaju M&A kao dinamičke događaje i to studije operativnih performansi i studije događaja (analize prinosa). Studije operativnih performansi baziraju na testiranju odstupanja pokazatelja performansi od proseka, kako bi se utvrdile značajnije promene, pre i 3 do 5 godina posle transakcije. Studije događaja su jedine koje omogućavaju sagledavanje direktnog uticaja M&A na stvaranje ili urušavanje vrednosti za akcionare.

4.2.2. Operativne performanse

Ovaj istraživački pristup bavi se procenom očekivanih koristi M&A u pogledu postakvizicionih operativnih unapređenja. Smatramo da je korisno da na ovom mestu ukažemo na tokove formiranja profita banke, kako bismo u nastavku ukazali na glavne finansijske indikatore.

Iz tabele 4-1. se vide glavni i pokretački agregati u bilansu uspešnosti banke. Pre svega, za banke je važno da ostvare zadovoljavajuću neto kamatnu maržu. Neto kamatna marža predstavlja razliku između kamate koju banke ostvari na plasmanima i kamate koju banka plaća za depozite i druga zaduženja. Neto kamatna marža, uvećana za provizije koje banka ostvaruje za svoje uslužne delatnosti, rezultuje operativnim dohotkom banke. S druge strane, imamo operativne rashode banke, namenjene finansiranju zarada zaposlenih i drugih materijalnih troškova poslovanja. Razliku operativnog dohotka i operativnih rashoda predstavlja bruto profit banke, iz kojeg se izdvajaju rezerve na ime pokrića gubitaka i sredstva za plaćanje poreza. Preostali iznos je neto profit koji se koristi za uvećanje akcijskog kapitala i isplatu dividendi akcionarima.

Tabela 4-1. Tokovi formiranja profita banke

1.	Kamatni dohodak
2.	Kamatni rashodi
3.	Neto kamatni dohodak (1 – 2)
4.	Nekamatni dohodak (neto)
5.	Operativni dohodak (3 + 4)
6.	Operativni rashodi
7.	Neto dohodak (5 – 6)
8.	Izdvojene rezerve
9.	Profit pre oporezivanja (7 – 8)
10.	Porez na dohodak
11.	Profit posle oporezivanja (9 – 10)
12.	Raspodeljeni profit
13.	Zadržani profit (11 – 12)

Izvor: M. Ćirović, *Bankarstvo*, 2006, str. 64.

Najznačajniji finansijski pokazatelji su pokazatelji troškova, pokazatelji profitabilnosti i pokazatelji rizika.

Pokazatelji troškova (cost-to-income) ukazuju na sposobnost banke da generiše prihod iz ulaganja. Dodatne informacije možemo dobiti ukoliko brojilac pokazatelja dekomponujemo na nekamatne troškove (za zaposlene, back-office operacije, amortizacija i sl.) i kamatne troškove (cena finansijskog kapitala). Uštede na nekamatnim troškovima moguće je ostvariti putem horizontalnih merdžera. Drugi vid troškova više je pod uticajem načina na koji banka pribavlja depozite.

Pokazatelji profitabilnosti su sledeći:

Neto dohodak / Operativni dohodak (ROI)
Neto dohodak / Ukupna aktiva (ROA)
Neto dohodak / Akcijski kapital (ROE)

Na jednom analitičkom primeru su prikazani tokovi koji utiču na formiranje neto dohotka banke u odnosu na visinu akcijskog kapitala banke. Polazi se od indikatora ROI i zatim se preko indikatora ROA dolazi do indikatora ROE. Cilj je da se izvrši kvantitativna dekompozicija ROE, tj. da se utvrde determinante koje utiču na formiranje prinosa na akcije banke (videti tabelu 4-2.).[86]

Tabela 4-2. Formiranje tokova profitabilnosti banke

Neto dohodak banke Operativni prihod	10.000 200.000	ROI = 5%
Operativni prihod Ukupna aktiva	200.000 2.000.000	0,1
ROI x AU	5% x 0,1	ROA = 0,5
Ukupna aktiva Akcijski kapital	2.000.000 160.000	12,5
ROA x EM	0,5 x 12,5	ROE = 6,25%

Izvor: M. Ćirović, *Bankarstvo*, 2006, str. 65.

Iz tabele vidimo da se formiranje profitabilnosti banke svodi na dve relacije:

ROA = ROI x AU
ROE = ROA x EM

Koeficijent AU (asset utilization) pokazuje odnos operativnog prihoda i ukupne aktive. On se množi da pokazateljem ROI, koji je videli smo, odnos neto dohotka banke i operativnih prihoda banke. Banke koje imaju slične koeficijente AU, s druge strane mogu imati jako različite ROI. To zavisi od visine operativnih rashoda koje banke ima. Banka može da stvara dovoljno prihoda, međutim ukoliko ima suviše velike rashode i izdvajanja na ime rezervi, ROI banke će se formirati na nižem nivou. Množenjem pokazatelja ROI i koeficijenta AU dobijamo pokazatelj ROA, koji nam govori o prinosu koji banka ostvaruje na ime svakog dinara aktive. Stopa prinosa na ukupna sredstva je dobar opšti pokazatelj bankarskih organizacionih performansi i ilustruje sposobnost banke da generiše profit upotrebom sredstava iz aktive. Nedostatak ovog pokazatelja leži u njegovoj nemogućnosti da u posmatrani profit uključi profit koji je nastao iz vanbilansnih aktivnosti banke.

Daljim množenjem pokazatelja ROA i akcijskog multiplikatora EM (odnos ukupne aktive i akcijskog kapitala) formira se pokazatelj ROE, koji je zapravo odnos neto dohotka i

[86] M. Ćirović, *Bankarstvo*, 2006, str. 65.

akcijskog kapitala banke. Pokazatelj ROE ukazuje na prinos koji banka ostvaruje angažovanjem akcijskog kapitala. Osnovnim nedostatakom pokazatelja možemo smatrati velike varijacije denominatora, čak i kod banaka iste veličine, usled različitih odluka menadžmenta o miksu akcijskog i kreditnog kapitala, kao i ukupne veličine kapitala koji će držati.

Da bi banka u postakvizicionom periodu povećala svoju profitabilnost, ona može da deluje na više načina. Tako sniženje troškova odnosno povećanje troškovne efikasnosti banke doprinosi povećanju pokazatelja ROI. Koeficijent AU se takođe može poboljšati povećanjem operativnih prihoda u odnosu na ukupnu aktivu. Dodatno, banka može unaprediti visinu akcijskog multiplikatora, snižavanjem odnosa kapitala i aktive kojom raspolaže. Povećanje akcijskog multiplikatora vodi direktnom uvećanju pokazatelja ROE, pri čemu treba imati u vidu da je to moguće činiti samo do odnosa koji je propisan od strane regulatornih vlasti.

Pokazatelji rizika indiciraju promene profila rizičnosti banke nakon merdžera ili akvizicije. Na primer, stopa kapitala (capital ratio) – koja je definisana kao odnos akcijskog kapitala i ukupne aktive - pokazuje snagu kapitalne baze banke i njenu sposobnost da apsorbuje kreditne i druge gubitke. Stopa operativnih rezervi (loan-loss provisions) pokazuje odnos izdvajanja za pokriće kreditnih gubitaka i neto kamatonosnih prihoda. Povećanje stope operativnih rezervi pokazuje da banka u narednom periodu očekuje povećanje iznosa loših zajmova. Konačno, pokazatelj likvidnosti definisan je odnosom likvidnih sredstava u aktivi i ukupnih depozita. Što je pokazatelj veći, jača je likvidnost banke i time i mogućnost da banka apsorbuje šokove likvidnosti.

4.2.3. Analiza prinosa

Ova metodologija koristi se u cilju procene da li se tekuća promena cene akcije kompanije može smatrati natprosečnom u smislu da nije povezana sa trendom na tržištu kapitala, već specifičnim događajem kao što je to najava merdžera ili akvizicije. Značajna pažnja u istraživanjima bankarskih M&A odnosi se na efekte na cene akcija banke akvizatora i ciljne banke. Pri tome se očekuje rast cene akcija ciljne banke, imajući u vidu akvizicionu premiju. Efekat najave M&A na banku akvizatora je ambivalentan, tako često dolazi do kratkoročnog sniženja cene njenih akcija, mada – ako tržište proceni da postoje jake šanse da se iskoriste sinergetske prednosti – može se očekivati brzo reversiranje privremenog pada i pokretanja uzlaznog trenda akcijskih cena akvizatora.

Posmatrani prinos akcije može biti dekomponovan na dve celine: normalni prinos, koji predstavlja prinos koji bi kompanija ostvarila u normalnom poslovanju i natprosečni prinos koji uključuje dodatni efekat specifičnog događaja. Natprosečan prinos je bruto prinos umanjen za prinos koji su investitori mogli da dobiju alternativnim plasmanom sredstava na tržištu kapitala. Kao reper se obično uzima širi tržišni indeks, kao što je S&P

500.[87] Da bismo izračunali natprosečan prinos, najpre se mora odrediti normalan prinos. U tu svrhu se koristi Model vrednovanja kapitalne aktive (CAPM):

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_j r_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Pošto se u modelu natprosečan prinos meri greškom regresije ε_{jt}, sledi da će normalan prinos (nr_{jt}) biti dat u sledećem obliku:

$$nr_{jt} = \alpha_j + \beta_j r_{mt}$$

gde je

$$r_{jt} = R_{jt} - R_{ft}$$

$$r_{mt} = R_{mt} - R_{ft}$$

U jednačini r_{jt} predstavlja prinos posmatrane akcije u vemenskom trenutku *t*, gde *t = 1,...,T*. U jednačini iznad, r_{mt} predstavlja natprosečan prinos tržišnog indeksa na dan t, dok R_{jt} i R_{mt} predstavljaju ukupan prinos akcije i i tržišnog indeksa na isti dan. R_{ft} predstavlja nerizičnu stopu prinosa na dan t, α_j i β_j su parametri modela za svaku akciju *j*.

Drugačije prikazano, natprosečan prinos akcije *j* u datom posmatranom vremenskom horizontu moguće je izračunati oduzimanjem očekivanog prinosa akcije $\hat{R}_{jt}$ od posmatranog r_{jt} u datom vremenskom horizontu:[88]

$$AR_{jt} = r_{jt} - \hat{R}_{jt}$$

Izračunati abnormalni prinosi se potom svode na prosečnu vrednosti, na sledeći način:

$$\overline{AR_t} = \frac{1}{n} * \sum_{j=1}^{n} AR_{jt} ,$$

gde je
n – broj analiziranih akcija
t – vremenska tačka za analizu.

Tehnika studije događaja podrazumeva izračunavanje prosečnog kumulativnog abnormalnog prinosa (CAAR, *Cumulated Average Abnormal Return*) za svaki događaj,

[87] Robert F. Bruner, „*Does M&A pay? A Survey of Evidence of the Decision Maker*“, 2001., www.darden.virginia.edu/batten/pdf/WP0009.pdf

[88] Patrick Beitel, Dirk Schiereck, „Value Creation at thg ongoing consolidation of the European banking market“, Institute for Mergers and Acquisitions, *Working Paper No. 05,* 2001.

kao sumu svih natprosečnih prinosa koji su zabeleženi u posmatranom vremenskom okviru.

Sledi da se kumulisani abnormalni prinosi (CAAR), za bilo koji interval [t1;t2], mogu izračunati na sledeći način:

$$CAAR_{[t1;t2]} = \sum_{[t1;t2]} \overline{AR_t} = \sum_{[t1;t2]} \frac{1}{n} * \sum_{j=1}^{n} AR_{jt}$$

Efekti na akcionare ciljne kompanije i akvizatora mogu biti analizirani zasebno i kombinovano. Kod izračunavanja ukupnog stvaranja vrednosti transakcije, prosto sabiranje CAAR za ciljnu kompaniju i akvizatora ne bi bilo pravilno. Nemoguće je porediti procentne vrednosti, kao što su to CAAR, bez uzimanja u obzir veličine banaka koje su uključene u transakciju. Kombinovana analiza omogućava da se oceni transakcija u celini, a što pomaže da se vidi da li transakcija doprinela stvaranju vrednosti na neto osnovi ili samo transferu vrednosti sa akvizatora na akcionare ciljne kompanije.[89]

Za izračunavanje abnormalnih prinosa za kombinovane entitete ciljne kompanije i akvizatora, koristi se ponder abnormalnih prinosa akvizatora AR_{tK} i prinosa ciljne kompanije AR_{tG} i njihovih tržišnih kapitalizacija:

$$AR_{t,transaction} = \frac{AR_{tK} * MV_{tK} + AR_{tG} * MV_{tG}}{MV_{tK} + MV_{tG}}$$

Važan element u proceni stvaranja vrednosti jeste vremenski okvir. Vremenski okvir koji na najbolji način reflektuje karakteristike transakcije je kratkoročnog karaktera. Kratkoročna perspektiva transakcije posmatra vremenski okvir od tri do pet dana oko dana najave transakcije. Teorijski, na efikasnim tržištima, kratak vremenski okvir dovoljno precizno i brzo odražava posledice transakcije i verovatnoću realizovanja koristi transakcije, što se jako brzo odražava u vidu promene cena akcija entiteta uključenih u transakciju. Produžavanje posmatranog vremenskog okvira na nekoliko godina ima smisla kada tržište kapitala želi da vidi razvoj događaja oko transakcije, te je moguće da u svetlu novih informacija dođe do promene u proceni transakcije.[90]

Međutim, nedostatak ove metodologije je što malo govori o izvorima ekonomskih benefita koji nastaju kod kombinovanog entiteta. Rešenje se može naći u empirijskom pristupu po kojem se pravi poređenje grupe banaka koje su sprovele M&A sa grupom

[89] Patrick Beitel, Dirk Schiereck, „Value Creation at the Ongoing Consolidation of the European Banking Market“, Institute for Mergers and Acquisitions, *Working Paper No. 05*, 2001.

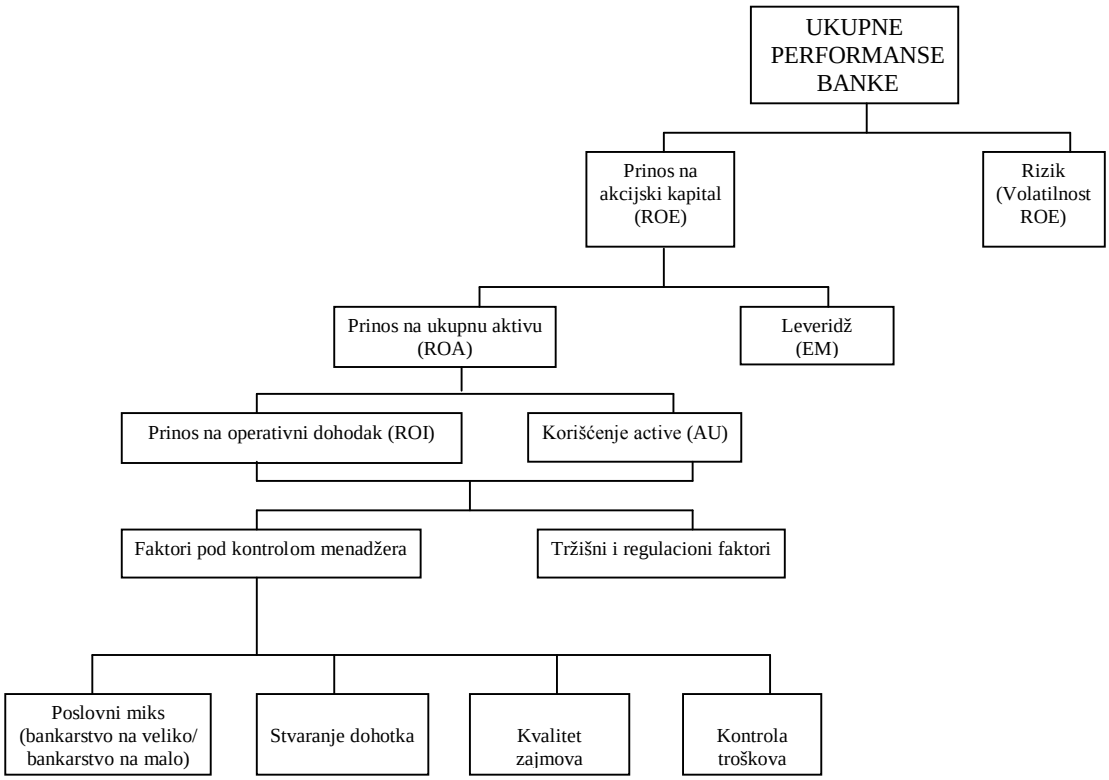
[90] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall FT, 2003., str. 68

banaka koje to nisu učinile, s tim da obe grupe banaka imaju sličnu poziciju (matching strategy).

4.3. Faktori profitabilnosti banaka

Glavni pokretači profitabilnosti banaka su: kvalitet menadžmenta, kvalitet aktive, ekonomija obima, ekonomija okvira, neto kamatna marža, prihodi od provizija, troškovi poslovanja banke. Slika 4-2. pokazuje osnovne tokove formiranja profitabilnosti kod banaka.

Slika 4-2. Tokovi formiranja profitabilnosti banke



Izvor: M. Ćirović, *Bankarstvo*, 2006, str. 68.

Kvalitet menadžmenta je presudan faktor u realizaciji efikasnosti i profitabilnosti poslovanja svake banke. Najdirektniji uticaj na performanse banke ima operativni menadžment, dok je za menadžere na strategijskom nivou važno da pravilno ocene šanse i pretnje iz okruženja, te da u skladu sa internim snagama i slabostima poslovanja odrede opcije u pogledu ekspanzije banke. Naročito je važno sagledati odnos ekspanzije na bazi internog rasta i ekspanzije putem M&A.

Kvalitet aktive utiče na profitabilnost i sigurnost banke. Banka mora da obezbedi kvalitetan i siguran plasman sredstava, jer bi u suprotnom imala velike gubitke iz neperformansnih zajmova.

Ekonomija obima je bitan faktor profitabilnosti koji doprinosi smanjenju troškova po jedinici bankarskog proizvoda, što ima pozitivan efekat na visinu profita.

Ekonomija okvira doprinosi uvećanju profitabilnosti banke, time što obezbeđuje bolju diversifikaciju aktivnosti banke. Posledica je u većem prihodu i manjoj rizičnosti ukupnog poslovanja.

Neto kamatna marža - kao razlika između kamate koju banke ostvari na plasmanima i kamate koju banka plaća za depozite i druga zaduženja – predstavlja važan agregat u formiranju profita banke. Rast neto kamatne marže jako je teško realizovati u uslovima jake konkurentnosti, koja je karakteristična za savremene bankarske sisteme.

Troškovi poslovanja banke takođe bitno utiču na profitabilnost banke. Povećanje operativnih rashoda umanjuje ukupan neto dohodak banke, te operativni menadžment banke nastoji da postigne što manje troškove poslovanja za dati nivo poslovne aktivnosti.

Profitni centri banaka igraju važnu ulogu u sagledavanju prihoda i rashoda u poslovanju banke na nivou užih poslovnih celina, jedinica. Time se doprinosi se kvalitetnijoj kontroli prihoda i rashoda.

4.4. Balanced Scorecard model merenja performansi

Bankarska konsolidovanja, a posebno ona prekograničnog karaktera, zahtevaju primenu sofisticiranijih i detaljnijih analitičkih metoda kako bi se ovakvi događaji ispitali na adekvatan način. Veliki prekogranični bankarski merdžeri nisu zanimljivi samo iz aspekta načina spajanja dve različite i zasebne kulture, već i načina premošćavanja tih različitih kultura. Uslovi bankarskog poslovanja različiti su za svaku zemlju usled različitih tradicija, tržišnih karakteristika, pravnih okvira i regulativa. Iz ovih razloga proces konsolidovanja traje duže, a problemi se javljaju u fazama od implemetacije i unifikacije novih i starih operativnih procedura do komuniciranja i usvajanja taktičke i strategijske vizije.

Jedan od značajnijih preokreta u strategijskom razmišljanju menadžmenta banaka doveo je do stvaranja novog prisupa u merenju performansi. Pristup polazi od stava da finansijska merila ne daju dovoljno informacija koje bi se ticale sveukupnih performansi kompanije. Pored merila za profit i rizik, menadžerima su neophodne reperne vrednosti i targeti u naporima za zadovoljenje potreba klijenata, zaposlenih, inovacija na nivou kompanije i razvoja novih poslovnih procesa.

Godine 1992. Kaplan i Norton uveli su koncept Balansiranih merila performansi - *Balanced Scorecard* (BSC) i mnogi su uvideli značaj uvođenja mera performansi koje gledaju šire od finansijskih performansi. Osnova pristupa je da odluke bazirane na finansijskim merama moraju biti balansirane sa odlukama koje su bazirane na odnosima banaka sa klijentima i efikasnosti pomoćnih procesa za stvaranje i dostavljanje proizvoda i usluga.[91] Indikatori poput tržišnog udela, zadržavanja klijenata, profitabilnosti klijenata i kvaliteta usluga postaju osnova za procenu performansi poslovanja. Interno, prate se produktivnost i zadovoljstvo zaposlenih. Ovakvi nefinansijski pokazatelji daju informacije o tome da li je banka stvarno fokusirana na klijente i da li su njeni sistemi odgovarajući. Danas, veliki broj banaka nastoji da meri profitabilnost prema tipu korisnika kredita (mala, srednja, velika preduzeća), prema tipu depozitora, prema sistemima dostavljanja usluga (filijala, ATM, home banking).

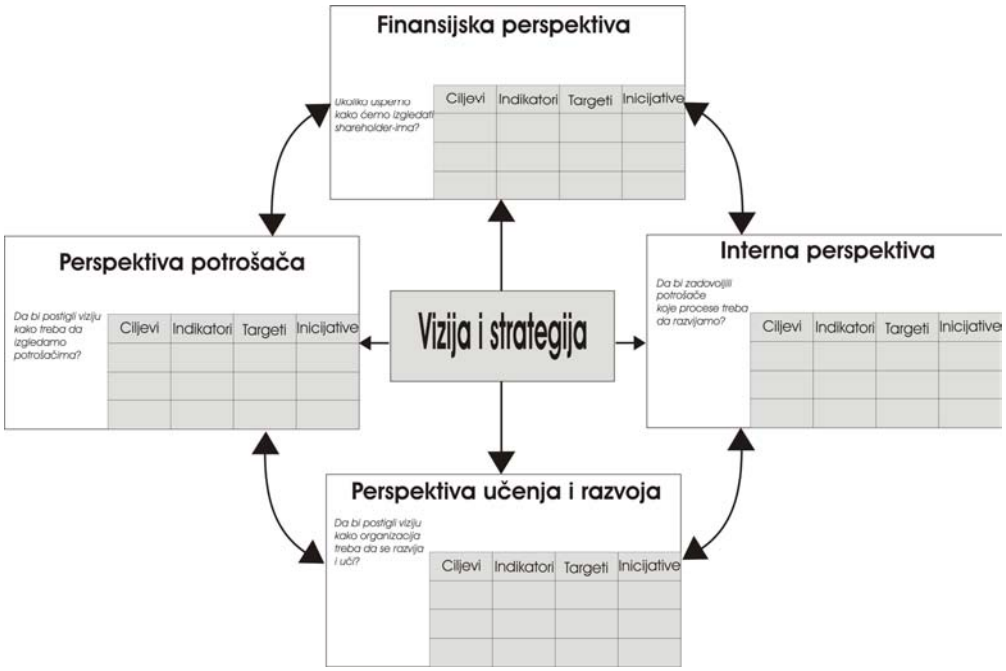
Glavni argument BSC je da menadžeri ne mogu uspešno obavljati svoje aktivnosti u skladu sa opštom strategijom, ukoliko su fokusirani samo na jedan cilj ili čak set finansijskih ciljeva. Prvo, merenje finansijskih performansi ima nedostatak što ukazuje na finansijske ishode koji su iz prošlog vremena, ukazujući na ishode ranijih odluka pre nego na uticaj sadašnjih odluka i akcija usmerenih na buduće performanse. Drugo, evidentno je da je nemoguće putem jednog merila performansi predstaviti kompleksnost upravljanja poslovanjem.[92]

Ideja o uvođenju nefinansijskih merila sa ciljem evaluacije i upravljanja poslovnim jedinicama nije nešto što je nastalo sa konceptom BSC, ali ono što BSC koncept uvodi kao novinu jesu mere koje su organizovane u četiri perspektive koje su međusobno povezane i to pre svega sa vizijom i strategijom kompanije (videti Slika 4-3).

[91] Timothy Koch, Scott MacDonald, *Bank Management*, 5th Edition, Thomson South-Western, 2003., str. 190

[92] Ted Lindblom, Christopher von Koch, „Cross-Border Bank Mergers and Acqusitions in the EU“, *The Service Industries Journal,* Vol. 22, No.4, October 2002.

Slika 4-3. Prevođenje vizije i strategije u četiri perspektive



Izvor: R.S. Kaplan, D.P. Norton, *The Strategy-Focused Organization*, Harvard Business School Press, 2001., str.

BSC nije samo alat za vrednovanje i kontrolu, već i sredstvo za top menadžment kompanije u cilju da ilustruje i komunicira opštu strategiju, kako bi sve poslovne jedinice poslovale u istom smeru i postigle usklađenost ciljeva.

Struktura i sadržaj BSC je podesna kod studije strategijske podudarnosti banaka koje ulaze u prekogranične integracije. U kontekstu bankarskih merdžera, četiri perspektive koncepta su sledeće:[93]

Finansijska perspektiva fokusira ekonomske performanse banaka pre i posle merdžera. Moguće ju je posmatrati kao indikator da li opšta strategija dovodi do stvaranja vrednosti za akcionare uz prethodno ispunjavanje finansijskih ciljeva. Ovi ciljevi mogu biti kratkoročnog i dugoročnog karaktera. Postavljaju se sledeća pitanja: koji je opšti cilj finansijskih performansi; koje su druge finansijske mere korišćene kako bi se stimulisala profitabilnost, uvećali prihodi ili smanjili troškovi. Uz analizu finansijskih performansi banke na osnovu računovodstvenih podataka, što je osnova za ispitivanje ključnih faktora uspešnosti iz finansijske perspektive, potrebno je uzeti u obzir i činjenicu da je realizacija dodatne ekonomske vrednosti trade-off profitabilnosti i rizičnosti banke. Iz ovog razloga finansijske performanse banke treba posmatrati iz perspektive rizika poslovanja. Ovo je moguće ostvariti razdvajanjem pokazatelja ROE na dve komponente: ROIF (Return on

[93] Ted Lindblom, Christopher von Koch, „Cross-Border Bank Mergers and Acqusitions in the EU“, *The Service Industries Journal,* Vol. 22 No.4, October 2002.

Invested Funds - prinos na uložena sredstva) i ROFL (Return on Financial Leverage - prinos na finansijski leveridž). ROIF ukazuje na operativni rizik banke, uključujući kreditni i rizik likvidnosti, dok se ROFL može koristiti u analizi kamatnog rizika i rizika kapitala.

Perspektiva klijenata usmerava pažnju na klijente banke i tržišne segmente koji su za banku važni, kao i na glavne mere performansi/indikatore kojima se kontroliše koliko je banka u njima uspešna. Osnovna pretpostavka je da je stvaranje vrednosti od strane klijenata pozitivno korelisano sa finansijskim performansama banke. Lojalnost klijenata je glavni indikator performansi ovog aspekta. Lojalni klijenti će doprineti unapređenju ROIF. Stoga je interesantno ispitati da li merdžer ima uticaja na ciljane tržišne segmente i na koji način se banka trudi da obezbedi zadovoljstvo klijenata i jačanje međusobnih odnosa. Važno je pronaći odgovore na pitanja kao što su: na koji način banka prati i meri zadovoljstvo klijenata, sticanje novih i zadržavanje postojećih klijenata, tržišni udeo na ciljanim segmentima klijenata; koji proizvodi i usluge doprinose privlačenju novih klijenata; koje mere banka preduzima kako bi u očima klijenata svoj imidž i reputaciju uskladila sa željenim vrednostima.

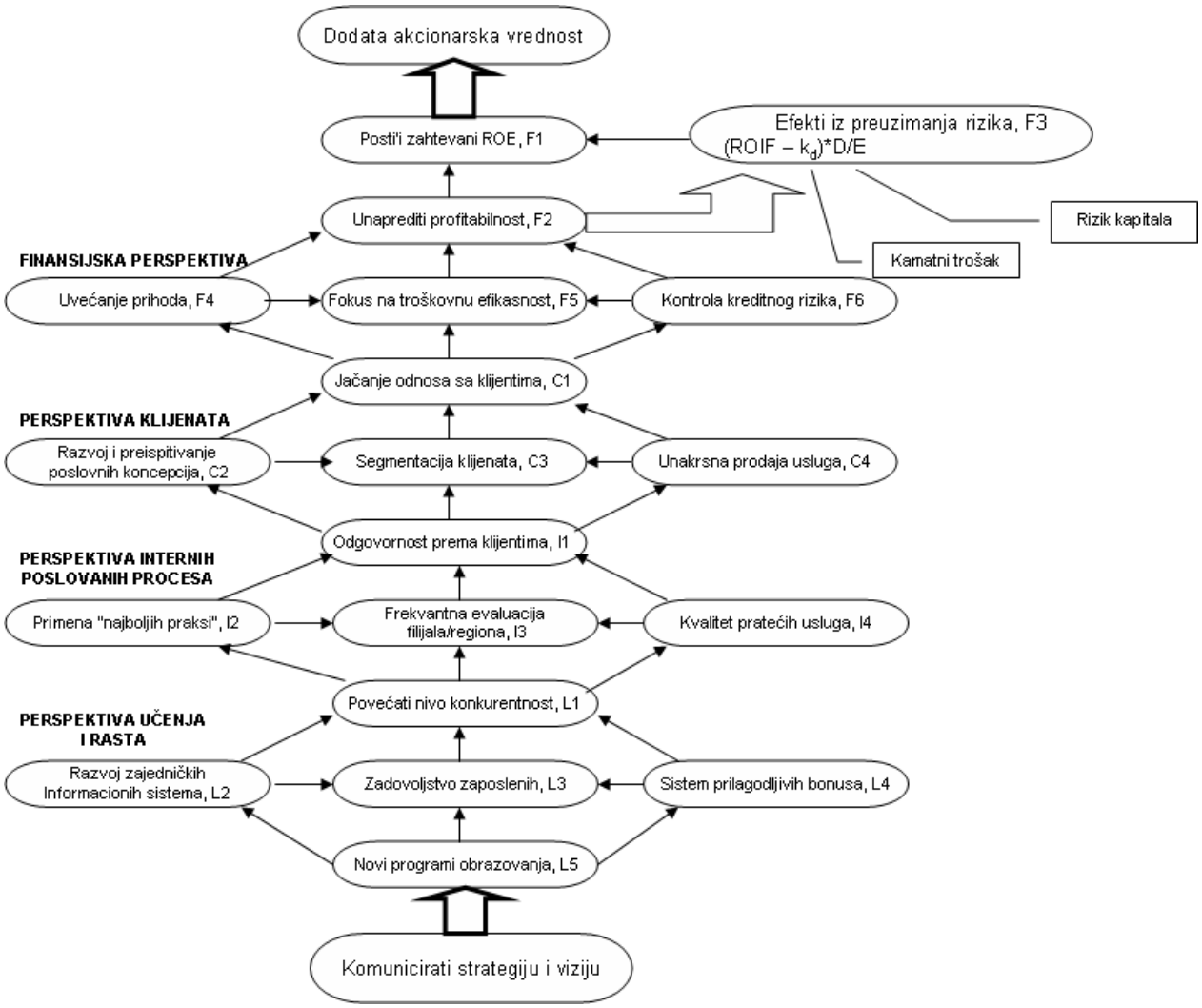
Perspektiva internih poslovnih procesa u vezi je sa internom efikasnošću banke. Fokus je na osnovnim internim procesima ili glavnim faktorima uspeha za obezbeđenje finansijskih ciljeva i zadovoljenje zahteva klijenata. Stvaranje vrednosti od strane klijenata neće dovesti do unapređenja finansijskih performansi ukoliko nisu obezbeđeni efektivni i efikasni interni procesi. Ove procese možemo podeliti na tri potprocesa – inovacije, operacije i postprodajne usluge. Proces inoviranja je unapred orijentisan i tiče se akcija koje menadžment banke preduzima kako bi identifikovao buduće potrebe klijenata i tržišta, kao i akcije koje će dovesti do stvaranja novih bankarskih proizvoda i usluga koje će ove potrebe zadovoljiti. Analitičari će iz ovog razloga biti usmereni na to koliko dobro menadžment banke razume potrebe klijenata na drugim segmentima, a ključna pitanja na koja je potrebno dati odgovor su: koji su osnovni pokazatelji performansi; koliko je istraživanja u ovoj oblasti napravljeno; koliko je uloženo u razvoj proizvoda i sl. Operativni proces je koncentrisan na proizvodnju i distribuciju proizvoda i usluga koje banka trenutno pruža. Proces postprodajnih usluga odnosi se na akcije koje banka preduzima nakon što je klijent kupio proizvod ili uslugu banke. Za banke je od suštinskog značaja da održava dobru komunikaciju sa klijentima kako bi se odnos unapređivao.

Perspektiva učenja i rasta je unapred orijentisana i pažnju usmerava na potrebu unapređenja infrastrukture banke, sa ciljem realizacije dugoročnog rasta i stvaranja vrednosti za akcionare. Neophodno je raditi na zatvaranju gepa koji postoji između postojećih i zahtevanih kapaciteta. Stoga, ova perspektiva naglašava tri ključna faktora: zaposlene, administrativne sisteme i organizacione procedure. Za banke koje se spajaju od ključnog je značaja da zaposleni budu obučeni za unakrsnu prodaju proizvoda i usluga obe banke, ali i da zaposleni imaju podršku adekvatnih informacionih sistema i organizacionih procedura. Ovaj deo analize naglašava potrebu za unapređenjem infrastrukture banke. Potrebno je utvrditi šta je potrebno za razvoj kadrova i regrutovanje

novih radnika, na koji način banka meri satisfakciju svojih zaposlenih, kolike su investicije u tehnologiju i sl.

Slika 4-4. pokazuje na koji način su identifikovani ciljevi i relevantni pokazatelji performansi iz četiri perspektive povezani u jedinstven scorecard model.

Slika 4-4. Strategija rasta organizovana u vidu BSC modela



Izvor: Ted Lindblom, Christopher von Koch, „Cross-Border Bank Mergers and Acqusitions in the EU“, *The Service Industries Journal,* Vol. 22 No.4, October 2002.

Kompletiranje scorecard-a za banku podrazumeva identifikovanje i implementaciju kompanijskih ciljeva, mera performansi i targeta, uz inicijative ili korake ka postizanju ciljeva. Scorecard predstavlja viziju budućnosti banke i menadžment strategiju za postizanje ove vizije.

4.5. Sinteza empirijskih istraživanja

U američkom bankarskom sistemu su zakonom iz 1999. godine ukinute barijere u pružanju različitih tipova finansijskih usluga od strane finansijskih institucija. To je uticalo da su u najnovijem periodu američke banke fokusirane na proširenje svog poslovanje na područje investicionog bankarstva, osiguranja i upravljanja aktivom. Stoga je razumljivo da je glavna karakteristika M&A u američkom bankarstvu usmerena na diverzifikaciju poslovanja i na povećavanje prihoda na bazi ekonomije okvira.

Međutim, u evropskom bankarskom sistemu je dominantna strategija smanjenja troškova na bazi ekonomije obima, što je i osnovni pokretački motiv za iniciranje i sprovođenje merdžera i akvizicija banaka. Glavni razlog za pokretanje ove strategije što je u evropskom finansijskom prostoru došlo do stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta i do ukidanja barijera koje su ranije onemogućavale ili otežavale poslovanje banaka na prostoru Evropske unije. Ukidanje tih ograničenja je delovalo na ekspanziju merdžera i akvizicija banaka kako unutar nacionalnih granica tako i na prekogranične integracije u panevropskom finansijskom prostoru.

Za evropski bankarski sistem je naročito pre stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta bila karakteristična niska koncentracija, višak kapaciteta i nedovoljna operativna efikasnost. U većini studija koje se odnose na troškovnu efikasnost komercijalnih banaka, zaključeno je da su njihovi troškovi za 10 do 20% veći u odnosu na poslovanje najefikasnije institucije. Imajući u vidu slabiju efikasnost evropskih banaka u odnosu na američke konkurente, evropske banke su imale snažne potencijale da naprave troškovne uštede i time unaprede postakvizicione performanse.

Potrebno je naglasiti da je u postakvizicionom periodu brže postići efekte iz rezanja troškova nego putem povećanja prihoda. U nekoliko studija koje su se bavile ovom problematikom nađeno je da nekih 5% do 10% klijenata banku napuštaju banku posle merdžera. Evropske M&A transakcije, koje su sprovedene u intervalu od 1999. do 2005. godine, bile su orijentisane na realizaciju troškovnih sinergija, pre nego na ostvarenje sinergija na bazi povećanja prihoda. (Tabela 4-3)

Tabela 4-3. Sinergije najavljene kod M&A transakcija u EU

Banke	Godina	Očekivane sinergije (milioni €)	Dohodovne sinergije (%)	Troškovne sinergije (%)
UniCredit-HVB	2005	985*	9	91
SCH-Abbey National	2004	560	20	80
Credit Agricole-Credit Lyonnais	2002	760	0	100
Caisses d'Epargne-CDC IXIS	2001	500	85	15
Allianz-Dresdner	2001	1080	88	12
Halifax-Bank of Scotland	2001	1113	51	49
Dexia-Artesia	2001	200	15	85
HVB-Bank Austria	2000	500	0	100
RboS-Natwest	2000	2335	17	83
BNP-Paribas	1999	850	18	82
BBV-Argentaria	1999	511	0	100
Intesa-COMIT	1999	1000	50	50
Banco Santander-BCH	1999	630	0	100

*Sinergije koje će se realizovati u 2008.

Izvor: Rym Ayadi, Georges Pujals, „Banking Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, Assessment and Prospects", *SUERF-The European Money and Finance Forum*, 2005.

Merdžer ili akvizicija dve kompanije sa homogenim aktivnostima mogu voditi realizaciji ekonomije obima i smanjenju jediničnih troškova proizvodnje kao rezultat povećanja obima aktivnosti i pada fiksnih troškova zbog kombinovanja pomoćnih funkcija (marketinga, informacionih tehnologija, infrastrukture i sl.).

U evropskom bankarstvu, motivacija za postizanje većih ekonomija obima bila je prisutna kod bankarskih merdžera: HVB u Nemačkoj, SCH i BBVA u Španiji, UniCredit u Italiji, CIC-Credit Mutuel u Francuskoj itd.

Stoga se može zaključiti da su evropske bankarske M&A transakcije vodile uvećanju profitabilnosti kod banaka akvizatora u postakvizicionom periodu. Rezultati ukazuju da je u postakvizicionom periodu primena strategije rezanja troškova kod evropskih bankarskih M&A bila uspešnija od strategije uvećanja prihoda primenjene kod američkih M&A. Razlog ovome leži u činjenici da su evropske banke pre merdžera i akvizicija bile manje efikasne od američkih banaka, te da je postojalo više potencijala za realizaciju troškovnih efikasnosti.

Prethodne zaključke o unapređenju troškovne efikasnosti i performansi kod evropskih bankarskih akvizatora u postakvizicionom periodu dokumentovaćemo studijom koja posmatra postakvizicione operativne performanse M&A na evropskom sektoru finansijskih usluga u periodu 1998-2000. godine. Posmatrani su sledeći ključni pokazatelji: profitabilnost (ROE) i neto finansijske marže (NFM), solventnost (pokazatelj kapitalizacije), efikasnost (cost-to-income), intenzitet plasmana (ukupni krediti/ukupna aktiva) i profil rizičnosti (provizija za pokriće kreditnih gubitaka/ukupna aktiva i provizija za pokriće kreditnih gubitaka/NFM). Ovi pokazatelji koji se odnose kako za ciljne kompanije tako i za kompanije akvizatore dati su u Tabeli 4-4. Vidi se da

kompanije akvizatori pokazuju veću profitabilnost (mereno sa ROE) i troškovnu efikasnost u odnosu na ciljnu kompaniju, kao i bolji profil rizičnosti u odnosu na ciljnu kompaniju.

Tabela 4-4. Desktriptivna statistika finansijskih pokazatelja kompanije akvizatora i ciljnih kompanija

	Ex-ante karakteristike ciljnih banaka	Ex-ante karakteristike banaka akvizatora	Ex-post karakteristike banaka akvizatora	Odstupanje u odnosu na tržišni prosek
Prinos na akcijski kapital (ROE)	11,11	11,56	10,06	0,97
Neto finansijska marža (NFM)	2,20	2,01	2,04	0,22
Pokazatelj kapitalizacije	12,15	8,47	8,67	-0,11
Pokazatelj troškovne efikasnosti	62,87	62,36	63,53	-7,42
Neto krediti/ukupna aktiva	52,50	44,76	46,22	-2,92
Prov. za kreditne gub./Uk. krediti	0,89	0,82	0,79	0,11
Prov. za kreditne gub./NFM	22,31	16,76	18,64	13,81

Izvor: José Manuel Campa, Ignacio Hernando, „M&As performance in the European financial industry“, *Journal of Banking & Finance*, vol 30 issue 12, 2006. (modifikovana forma)

Potom su dati pokazatelji kompanija akvizatora, dve godine nakon sprovedenog merdžera ili akvizicije. Kod finansijskih performansi se ne beleže značajnije promene u pogledu unapređenja ili pogoršanja njihovih vrednosti. Kreditna aktivnost se uvećava, a profil rizičnosti blago pogoršava, što govori o transferu ovih karakteristika sa ciljne kompanije na akvizatora. U postakvizicionom periodu beleži se značajnije unapređenje efikasnosti u odnosu na granski prosek.

Unapređenje troškovne efikasnosti kod akvizatora potvrđuje i studija koja se odnosi na 80 bankarskih evropskih nacionalnih i prekograničnih M&A, i to zemlje EU-15 plus Norveška u periodu od 1995. do 2000. godine.[94] Sve ove transakcije na bazi pokazatelja *cost-to-income* (CI) ukazuju da su akvizatori troškovno efikasniji u odnosu na targete, kao i da se nakon M&A došlo do poboljšanja pokazatelja CI, što implicira smanjenje troškova poslovanja kombinovanog entiteta (videti Tabelu 4-5). Do poboljšanja pokazatelja CI dolazi naročito ukoliko su ciljne banke pre transakcije bile znatno manje efikasne od banke akvizatora.

[94] Rym Ayadi, Francesca Arnaboldi, „Banking Mergers and Acquisitions' Performance and Executive Compensation in Europe“, 2007.

Tabela 4-5. Indikatori bilansa stanja i uspeha banaka koje su izvršile M&A

	Karakteristike ciljne banke		Karakteristike banke akvizatora		Postakvizicione karakteristike banke		Razlika	
	Nacionalne	Prekogranične	Nacionalne (1)	Prekogranične (1)	Nacionalne (2)	Prekogranične (2)	Nacionalne (2) – (1)	Prekogranične (2) – (1)
Ukupni troškovi / Ukupni prihodi (CI) (u %)	72.8	74.63	64.59	56.72	60.30	60.36	-4.29	3.64
ROA	0.58	1.81	0.95	0.95	1.03	0.79	0.08	-0.16
ROE	2.85	8.92	12.53	18.33	13.66	16.78	1.12	1.54
Pokazatelj solventnosti	22.74	18.63	18.55	13.13	12.73	15.19	-5.82	2.06
Prihod od kamata / Ukupan prihod	72.38	71.54	69.30	72.00	63.92	63.07	-5.38	-8.93
Nekamatonosni prihod / Ukupan prihod	27.62	28.46	29.51	28.00	34.65	36.93	5.13	8.93
Ukupan prihod / Ukupna aktiva	8.40	7.44	7.36	7.43	5.95	7.04	-1.41	-0.39

Izvor: Rym Ayadi, Francesca Arnaboldi, „Banking Mergers and Acquisitions' Performance and Executive Compensation in Europe", 2007. (modifikovana forma)

Nacionalne transakcije su uspele da poboljšaju pokazatelj CI i da smanje ukupne troškove, što potvrđuje da ove transakcije imaju potencijal da ostvare troškovne uštede. Kod prekograničnih transakcija akvizatori su troškovno efikasniji u odnosu na akvizatore u nacionalnim transakcijama. Ipak, ovaj tip transakcija ima negativan uticaj na CI akvizatora u postakvizicionom periodu, jer i pored smanjenja ukupnih troškova aktive, ove transakcije ne generišu dovoljno viška prihoda u odnosu na troškove.

Prema gornjem istraživanju, indikatori profitabilnosti ROE i ROA pokazuju blago poboljšanje kod akvizatora uključenih u nacionalne transakcije. Analiza profitabilnosti potvrđuje da su nacionalne transakcije profitabilnije u odnosu na one prekogranične, uprkos visokom nivou profitabilnosti banaka uključenih u prekogranične transakcije. Pokazatelj solventnosti pokazuje pozitivnu promenu kod nacionalnih transakcija. Kod prekograničnih transakcija, beleži se negativan uticaj na solventnost. Pad kamatonosnih prihoda ublažen je rastom nekamatonosnih prihoda kod kombinovanog entiteta. Ali produktivnost je opala.

Za istraživanje performanse, sa aspekta akcionara akvizatora, koristi se pokazatelj prinosa na akcijski kapital. U Tabeli 4-6 sumirani su rezultati jednog obimnog istraživanja koje se odnosi na transakcije evropskih bankarskih akvizatora na nacionalnom planu u periodu od 1991-2005. godine. Vidi se da akvizatori imaju bolji pokazatelj ROE u odnosu na konkurenciju i to do 2% u svakoj od pet godina pre merdžera ili akvizicije. U periodu do pet godina nakon merdžera kombinovani entitet beleži rast ROE.

Tabela 4-6. Poređenje prosečne vrednosti pokazatelja ROE pre i posle transakcije u %

Godina (B-before, pre)	Performanse akvizatora pre transakcije	Performanse ciljne banke pre transakcije	Godina (A-after, posle)	Postakvizicione performanse
B5	10,6	9,1	A1	12,4
B4	11,1	9,7	A2	11,6
B3	11,9	10,0	A3	11,5
B2	11,6	10,1	A4	11,6
B1	12,2	11,0	A5	12,4

Izvor: Elana Beccalli, Pascal Frantz, „M&A operations and performance in banking“, *Conference on Mergers and Acquisitions of Financial Institutions*, Washington, november 2007. (modifikovano)

Od posebnog su značaja studije koje pokušavaju da objasne uticaj strategijskih sličnosti banaka na njihove performanse u postakvizicionom poslovanju. Značaj strategijskog uklapanja (fit) kompanija koje se integrišu ocenjen je kao ključni faktor u determinisanju uspeha ili neuspeha transakcije. Iz ovog razloga su pokrenuta istraživanja koja razmatraju da li zajedničke karakteristike institucija koje se integrišu utiču na stvaranje ili urušavanje performansi ili akcionarske vrednosti. Glavni zaključci ovih istraživanja ukazuju da *merdžeri koji imaju zajedničke elemente geografske ili proizvodne povezanosti stvaraju vrednost, dok u obrnutoj situaciji dovode do urušavanja vrednosti.*

Jedna druga studija, čiji su rezultati sumirani u Tabeli 4-7 - koja se bazira na poređenju pre i postakvizicionih performansi evropskih banaka u periodu od 1992. do 2001. godine – dolazi do sledećih zaključaka.[95] Akvizatori imaju veće ukupne aktive u odnosu na ciljne banke. Takođe, akvizatori su troškovno efikasniji, a posebno kod nacionalnih transakcija. S druge strane, ciljne banke imaju veće nekamatonosne prihode i prihode po osnovu kredita naspram ukupne aktive. Ciljne kompanije imaju značajno manji kapitalni leveridž u odnosu na akvizatore.

[95] Yener Altunbas, David Marques Ibanez, „Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities“, *ECB Working Paper Series No. 398*, October 2004.

Tabela 4-7. Prekogranični i nacionalni merdžeri: deskriptivna statistika veličine i drugih finansijskih pokazatelja akvizatora i ciljne banke

	Karakteristike ciljne banke		Karakteristike banke akvizatora		Postakvizicione karakteristike banke	
	Nacionalne	Prekogranične	Nacionalne	Prekogranične	Nacionalne	Prekogranične
Ukupna aktiva (u $ mil.)	18.202	58.667	61.437	208.597	81.609	267.694
Likvidna aktiva / Ukupni depoziti	30.3	30.7	28.2	29.9	29.3	24.9
Ukupni troškovi / Ukupni prihodi	71.5	68.7	68.1	66.9	68.1	67.1
Kapital / Ukupna aktiva	6.9	6.9	5.7	4.5	5.9	4.5
Zajmovi / Ukupna aktiva	51.8	48.7	49.0	45.9	50.9	45.6
Rezerve za pokriće gubitaka po zajmovima / Neto kamata	27.9	24.1	19.5	24.4	16.6	23.0
Ostali operativni prihodi / Ukupna aktiva	1.3	1.2	1.1	1.1	1.2	1.4
Vanbilansne pozicije / Ukupna aktiva	18.9	24.9	28.3	28.7	20.6	27.0
Zajmovi / Depoziti	71.8	70.1	67.5	68.9	71.5	63.9
Drugi izdaci / Ukupna aktiva	1.3	0.9	1.1	0.8	1.0	0.8

Izvor: Yener Altunbas, David Marques Ibanez, „Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities“, *ECB Working Paper Series No. 398*, October 2004.

4.6. Nacionalne vs. prekogranične M&A transakcije

Ako se uporede nacionalne i prekogranične M&A transakcije, mogu se uočiti sledeće karakteristike. Kod nacionalnih M&A domaće ciljne banke imaju bolji profil kreditnog rizika, dok je kod prekograničnih transakcija situacija slična na obe strane. Prekogranične merdžere iniciraju uglavnom velike finansijske institucije koje imaju velike aktive i visok leveridž. One su zainteresovane za akviziciju manjih banaka koje imaju relativno dobar kvalitet kreditnih plasmana i niži leveridž.

Kod nacionalnih merdžera, što je veća ciljna banka u odnosu na akvizatora, slabije su postakvizicione performanse, a to se može objasniti teškoćama asimilacije veće bankarske institucije. Nasuprot tome, kod prekograničnih merdžera, što je veća ciljna banka u odnosu na akvizatora, postakvizicione performanse su u proseku bolje. Razlog je što kod prekograničnih transakcija motivacija akvizatora nije u prvom redu vezana za sinergije na bazi ekonomije obima, već sa drugim benefitima koje iz akvizicije proizlaze.

Ukoliko banke koje uđu u integraciju imaju različite strategije kontrolisanja troškova, često dolazi do sniženja performansi. Međutim, ukoliko banka akvizator uspe da na adekvatan način implementira postakviziciona prilagođavanja, može se očekivati da

akvizicija doprinese poboljšanju troškovne efikasnosti. U tom smislu deluju dve hipoteze. Prva hipoteza: do unapređenja troškovne efikasnosti dolazi usled transfera najbolje prakse koja dolazi iz banke akvizatora. Druga hipoteza: postoji efikasno tržište korporativne kontrole u bankama. To bi značilo da tržište detektuje banke sa potencijalima za dalje unapređenje upravljanja troškovima. Ekonomska teorija predviđa da bi multinacionalne banke trebalo da imaju prednosti na tržištima inputa, proizvoda i kapitala. Međutim, prekogranične M&A transakcije a priori nude slabiji potencijal za realizaciju troškovnih ušteda u odnosu na nacionalne transakcije. Ipak, informacione i telekomunikacione tehnologije, kao i različiti institucionalni i regulatorni podsticaji utiču na smanjenje potencijalne neefikasnosti koja je povezana sa upravljanjem bankarskim aktivnostima na više različitih tržišta.

Sličnost poslovnih strategija je faktor koji ukazuje na sličnost poslovnih kultura, odnosno poslovnih psihologija menadžmenta i zaposlenih, što olakšava procese poslovne integracije koja se odvija nakon izvršene vlasničke transformacije. Kod nacionalnih merdžera, skuplje je integrisati institucije koje imaju heterogene strategije plasmana i formiranja prihoda. Heterogene strategije akvizatora i ciljne banke obično utiču na pogoršanje performansi u postakvizicionom periodu. Međutim, kod prekograničnih transakcija situacija je obrnuta. Unapređenje prihoda proizilazi iz ekonomije okvira i širokih komplementarnosti banaka koje se spajaju, što je ujedno osnovni pokretački faktor kod prekograničnih M&A.

Na osnovu istraživanja koja su se bavila procenom benefita M&A u pogledu postakvizicionih performansi, možemo da postavimo sledeće teze:

- Kompanije akvizatori pokazuju veću profitabilnost i troškovnu efikasnost, kao i bolji profil rizičnosti u odnosu na ciljne kompanije.

- Kod akvizatora dolazi do unapređenja troškovne efikasnosti nakon transakcije, što implicira smanjenje troškova u poslovanju kombinovanog entiteta.

- Nacionalne transakcije su za akvizatore profitabilnije u odnosu na one prekograničnog karaktera. Merdžeri koji su uže geografski fokusirani daju veća unapređenja performansi u odnosu na geografski šire diversifikovane merdžere.

- M&A transakcije velikih banaka stvaraju veća poboljšanja performansi u odnosu na manje banke.

- Merdžeri i akvizicije fokusirani na određene bankarske aktivnosti stvaraju bolje performanse na nacionalnom novu, dok prekogranične transakcije pokazuju bolje performanse ukoliko su usmerene na diversifikaciju bankarskih aktivnosti.

Rezultati studija događaja nameću sledeće zaključke. Empirijski dokazi koji se odnose na SAD o stvaranju vrednosti putem M&A transakcija su mešoviti. U proseku, kombinovana akcionarska vrednost obe banke nije promenjena usled najave dila, jer su gubici akvizatora kompenzovani dobicima ciljne kompanije. Stoga, M&A transakcije u

SAD na kraći rok impliciraju samo transfer imovine, tj. vrednosti sa akcionara akvizatora na akcionare ciljne kompanije.[96]

Istraživanja zapadnoevropskih M&A su pokazala postojanje pozitivnih abnormalnih prinosa za kombinovani entitet nakon transakcije, kod značajnog procenta sprovedenih transakcija. Akcionarska vrednost postakvizicione banke nije pod negativnim uticajem najave dila, s obzirom da je u proseku akvizator na gubitku, što poništava pozitivne efekte kod ciljne kompanije.[97]

Natprosečni prinosi za akvizatora nakon najave dila su karakteristični za nacionalne zapadnoevropske bankarske transakcije. Naime, pored postojanja značajnog prostora za pravljenje troškovnih ušteda, evropski regulatorni okviri odavno imaju liberalni karakter po pitanju diversifikacije proizvoda na finansijskom sektoru, uz antimonopolske zakone koji su manje snažni nego u SAD, stvaraju dodatni potencijal kod evropskih banaka da iskoriste ekonomije okvira.

U istraživanju velikih merdžera i akvizicija, sprovodenih u evropskom bankarskom sistemu u periodu od 1988. do 1997. godine, pokazano je da su benefiti za akcionare ciljnih kompanija i akvizatora bili pozitivni i značajni, te da su nastali kod nacionalnih bankarskih merdžera usmerenih na diversifikaciju bankarskog poslovanja uključujući programe osiguranja.[98] Ova istraživanja su dalje pokazala da transakcije M&A na nacionalnom planu impliciraju povoljnije efekte na cene akcija, dok prekogranične M&A sadrže negativne cenovne efekte.

Istraživanja koja su sproveli Beitel i Schiereck za evropski bankarski sektor u periodu od 1985. do 1997. godine pokazuju da su akcionari ciljne kompanije ostvarili značajne i pozitivne abnormalne prinose.[99] Iako u evropskom bankarskom sistemu nisu ostvareni značajni abnormalni prinosi za akcionare akvizatora, na nivou postakvizacione banke, pokazano je da postoje pozitivni abnormalni prinosi. Tako je u više od 60% analiziranih M&A došlo do stvaranja akcionarske vrednosti. Stoga se M&A evropskih banaka u posmatranom vremenskom intervalu mogu u proseku smatrati uspešnim, jer stvaraju akcionarsku vrednost.

Rezultati o natprosečnim prinosima za akcionare ciljnih kompanija i akvizatora mogu se naći u studiji u kojoj su posmatrane performanse prekograničnih M&A transakcija na

[96] Rym Ayadi, Georges Pujals, „Banking Mergers and Acquisitions in the EU: Overview, Assessment and Prospects“, *SUERF - The European Money and Finance Forum*, 2005.

[97] Group of Ten, The Effects of Consolidation on Efficiency, Competition and Credit Flows, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001, chapter V.

[98] A. Cybo-Ottone, M. Murgia, „Mergers and Shareholder Wealth in European Banking“, *Journal of Banking and Finance*, vol. 24 , Issue 6, 2000.

[99] Patrick Beitel, Dirk Schiereck, „Value Creation at the Ongoing Consolidation of the European Banking Market“, Institute for Mergers and Acquisitions, *Working Paper No. 05*, 2001.

evropskom sektoru finansijskih usluga u periodu 1998-2000. godine. Ovo istraživanje je pokazalo da postoje natprosečni prinosi za ciljne kompanije u vreme najave dila. Za kompaniju akvizatora su posle najave dila prinosi ostali neutralni, što važi i za natprosečne prinose kombinovanog entiteta, u periodu od godinu dana nakon akvizicije.[100]

I dok nacionalne transakcije impliciraju povoljnije efekte na cene akcija, prekogranične transakcije uzrokuju lošije cenovne efekte.

U cilju utvrđivanja pokretačih snaga u realizaciji natprosečnih prinosa za akcionare ciljne kompanije, akvizatora i kombinovanog entiteta, ukazujemo na studiju Beitel, Schiereck i Wahrenburg (2003) u kojoj je analizirano 98 M&A velikih evropskih banaka u periodu od 1985. do 2000. godine. Ova studija ukazuju da uspešni akvizatori znaju kako izabrati ciljne kompanije; naime, oni biraju male i perspektivne ciljne kompanije koje imaju relativno loše pokazatelje efikasnosti. Velika razlika u troškovnoj efikasnosti akvizatora i ciljne kompanije kao i lošije performanse ciljne kompanije predstavljaju osnovu za značajno stvaranje vrednosti iz M&A.[101]

Na osnovu empirijskih istraživanja koja se odnose na zapadnoevropsko bankarstvo, mogu se izvući sledeći zaključci:

- *Merdžeri fokusirani na određene aktivnosti obično stvaraju bolje performanse nego merdžeri usmereni na diversifikovanje aktivnosti.*

- *Nacionalne M&A transakcije pružaju veće sinergetske potencijale nego prekogranične transakcije.*

- *Kod akvizicija manjih ciljnih kompanija lakše je realizovati potencijalne sinergetske efekte.*

- *Aktivniji i iskusniji akvizatori su uspešniji u stvaranju vrednosti iz M&A transakcija.*

- *Finansiranje transakcije akcijama akvizatora ima lošiji uticaj na kreiranje vrednosti iz transakcije u odnosu na finansiranje gotovinom.*

- *Transakcije usmerene na diversifikaciju mogu ublažiti volatilnost prihoda i obezbediti izvesnije prinose akcija.*

- *Uspešnije kompanije istovremeno su uspešnije i u M&A transakcijama.*

---

[100] José Manuel Campa, Ignacio Hernando, „M&As Performance in the European Financial Industry“, *Jouranal of Banking & Finance*, vol. 30 issue 12, 2006.

[101] Patrick Beitel, Dirk Schiereck, Mark Wharenburg, „Explaning the M&A Success in European Bank Mergers and Acquisitions, 2003. www.finance.uni-frankfurt.de/wp/353.pdf

- *Prinosi na akcije akvizatora negativno su korelisani sa brojem nadmetača za ciljnu kompaniju*.

Premija koju akvizator plaća na tržišnu vrednost ciljne kompanije ima snažan uticaj na determinisanje profitabilnosti postakvizicione banke. Premije koje ponekad iznose i preko 50% od tržišne vrednosti ciljne kompanije su veoma visoke, te je jako teško u postakvizicionom poslovanju ostvariti dovoljno dodatne vrednosti koja bi opravdala plaćenu premiju. Akvizatori koji plaćaju visoke premije ostvaruju negativne natprosečne prinose nakon najave dila.[102]

Generalni zaključci koji važe za akvizicije u zapadnoevropskom bankarstvu su da

- Akcionari ciljne kompanije po pravilu ostvaruju značajne i pozitivne natprosečne prinose.

- Akcionari akvizatorskih kompanija u kratkoročnom horizontu po pravilu ne ostvaruju značajnije natprosečne prinose.

- Postakviziciona banka (dakle kombinovana banka akvizator i ciljna banka) pokazuje pozitivne kumulativne abnormalne prinose, ali to nije slučaj kod prekograničnih transakcija, gde postakvizicione banke često pokazuju neutralan efekat ili čak urušavanje akcionarske vrednosti.

4.7. Efekti M&A na performanse banaka u zemljama Centralne i Istočne Evrope

U poslednjih deset godina važan impuls za internacionalizaciju evropskih banaka na bankarske sektore zemalja CEE predstavljao je prelazak na tržišni sistem privređivanja. To je dovelo do otvaranja ovih tržišta i stvaranja novih šansi za zapadnoevropske banke. Brojne zapadnoevropske banke kupovale su banke u zemljama CEE u cilju osvajanja novog i atraktivnog tržišta. U 2008. godini strane banke su držale više od tri četvrtine ukupne bankarske aktive na ovim tržištima. Istraživanja pokazuju da se ulazak stranih banaka na ova tržišta u znatno većoj meri ostvaruje putem vlasničke akvizicije ciljnih banaka, pre nego putem osnivanja filijala ili podružnica.[103]

Specifičnost prekograničnih akvizicija banaka u tranzicionim zemljama je u tome što se one sprovode u kontekstu privatizacije državnih banaka. Stoga se kao prodavac banaka nalazi odgovarajuća država. To je bitna razlika u odnosu na merdžere i akvizicije banaka

[102] Koller T., Goedhart M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., 2005., str. 439-440.

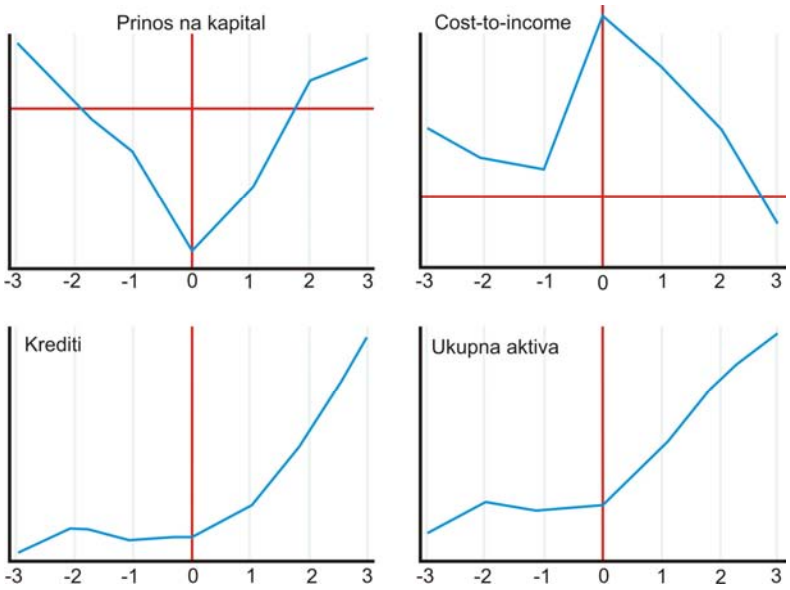
[103] BIS, *Foreign Direct Investment in the Financial Sector of Emerging Market Economies*, 2004.

u kapitalističkim zemljama u kojima dolazi do vlasničkog preuzimanja banaka između grupa akcionara koji stoje iza dve privatne banke. U ovoj specifičnoj konstelaciji akvizicije banaka, država je u poziciji da utiče na uslove prodaje državnih banaka kako u smislu prodajne cene tako i postavljanja uslova prodaje. Ti uslovi, između ostalog, mogu da odnose na ograničenje otpuštanja viška zaposlenih posle izvršene akvizicije Država u procesu tranzicije može da bira onaj tempo privatizacije koji smatra da je odgovarajući kao i da donosi odluke o zadržavanju dela bankarskog sistema u državnom vlasništvu ili o ulasku u mešovito vlasništvo tipa zajedničkog ulaganja.

Akademske studije fokusiraju promene performansi banaka koje su putem akvizicije prešle u vlasništvo privatnih stranih banaka u procesu tranzicije. Generalno je naglašeno da su privatizovane banke u stranom vlasništvu znatno povećale efikasnost i profitabilnost poslovanja i uvele praksu upravljanja rizicima. One su povećale dotok kredita iz inostranstva, prvenstveno od matičnih banaka koje su locirane u razvijenim zemljama Zapadne Evrope (Nemačkoj, Austriji, Italiji, itd). Ali visoka profitabilnost stranih banaka u tranzicionim zemljama omogućena je ne samo boljom poslovnom organizacijom tih banaka nego i razlikom u kamatnim stopama između zapadnih razvijenih kreditnih tržišta i kreditnih tržišta u tranzicionim zemljama (carry trade).

Grafikon 4-1. pokazuje da su u zemljama CEE, ključne performanse banaka (ROE, cost-to-income) pre akvizicija bile u opadanju, da bi tri godine nakon transakcije došle na zadovoljavajući nivo, bolji od prosečnog. Istovremeno, ukupna aktiva i veličina plasmana banaka posle izvršene akvizicije značajno su se uvećale.

Grafikon 4-1. Glavni pokazatelji za ciljne banke pre i posle akvizicije



Izvor: Markus Fritsch, „Long Term Effects of Bank Acquisitions in Central and Eastern Europe“, 2007. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008838 (pregledano 18.07.2008.)

Vlasnički preuzete domaće banke od strane stranog kapitala pokazale su znatno veće performanse nego što su ih te banke imale u prethodnom periodu. To se može objasniti, između ostalog, adekvatnim postakvizicionim restrukturiranjem preuzetih banaka, uvođenjem savremenih informacionih tehnologija, kao i odgovarajućih upravljačkih metoda.

Zaključak istraživanja je da *strane akvizicije stvaraju – na kratak rok - vrednost za akcionare akvizatora, dok je dugoročan efekat takođe pozitivan, ali manje značajan.* Naime, prekogranične akvizicije, usmerene na bankarske sektore zemalja u razvoju, stvaraju dodatnu vrednost. Pri tome, u toku prve dve godine nakon ovih prekograničnih akvizicija, postakvizicione performanse akvizatora se značajnije ne unapređuju, usled pada neto kamatnih marži i povećanja opštih troškova banaka.[104]

I druga istraživanja potvrđuju da prekogranične akvizicije banaka lociranih u zemljama CEE stvaraju pozitivan efekat za banke akvizatore.[105] Postoje empirijski nalazi da ciljne banke kupljene na tenderima daju više uspeha nego akvizicije ciljnih banaka koje su realizovane na bazi privatnih dogovora. Prodaja banke na tenderu se tumači kao signal veće vrednosti investicije. Dodatno, prinosi za akcionare akvizatora su pozitivni ukoliko se radi o preuzimanju većinskog vlasničkog paketa i u dužem vremenskom okviru.[106]

[104] Ricardo Correa, „Cross-border Bank Acquisitions: Is there a Performance Effect?“, March 2008., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1115820 (pregledano 01.12.2008.)

[105] Marcus Fritsch, Fabian Gleisner, Markus Holzhauser, „Bank M&A in Central and Eastern Europe“, 2007., http://papers, ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=966294 (pregledano 18-07-2008.)

[106] Jonathan Williams, „The search for value: cross-border bank M&A in emerging markets“, *Comparative Economic Studies*, June 2008.

Primer 4-1. Sedam karakteristika koje je moguće pronaći kod visoko efikasnih banaka

Izuzetno fokusirani ciljevi top menadžmenta banke. Efikasne banke pokreću fokusirani, održivi ciljevi, koji su na efektivan način komunicirani. Posao CEO-a i top menadžmenta banaka je da identifikuje misiju i prenese poruku kroz organizaciju.

Komunicirati jasnu, konzistentnu poruku o misiji poslovanja širom organizacije. Ova karakteristika proizilazi iz prethodne. Jasna i konzistentna poruka o svrsi poslovanja obezbeđuje da svi zaposleni razumeju strategiju organizacije, zašto su postavljeni ciljevi važni i na koji način oni mogu doprineti realizaciji ciljeva. Na ovaj način dolazi do stvaranja okvira stabilne i pozitivne bankarske kulture.

Brzo prilagođavanje; prihvatanje promene. Vreme ubrzanih promena zahteva fleksibilnost poslovanja. Neefikasne organizacije su kao brodovi linijske plovidbe koji razmišljaju o promeni putanje, a introvertni rukovodioci organizacija su kao kapetani, kojima je potrebna gomila empirijskih podataka pre nego se odluče na određeni potez. Efikasne banke, s druge strane, su vešte u brzim promenama pravaca. Primena karakteristika #1 i #2 stvara poslovno okruženje koje se sposobno da brže usvoji nove procese i strategije, jer razume da je ponekad potrebno doneti teške odluke, koje je potrebno brzo implementirati (kao na primer gašenje neprofitabilnog odeljenja i usluge).

Poznavanje tržišta i konkurencije. Efikasne finansijske institucije proučavaju svoja tržišta, pronalaze niše za sebe i stvaraju jasno razumevanje najboljeg načina takmičenja na istima. Kada jednom banaka definiše svoje tržište može primeniti strategiju. Fokus na klijente (videti #5) podrška je razumevanju tržišta.

Fokus na klijente. Efikasne banke na visokokonkurentnim tržištima naglašenu pažnju usmeravaju na svoje klijente.

Metrike koje funkcionišu. Efikasnost je nemoguće postići, održati i unaprediti bez postojanja preciznog praćenja i merenja performansi. Efikasne banke sužavaju svoj fokus pri analizi podataka i biraju one metrike koje za njih najbolje funkcionišu.

Otvorenost za nove tehnologije. Procese ne pokreće tehnologija, već obrnuto. Efikasne banke shvataju ovo na bolji način u odnosu na konkurente. Ne postoji najbolja tehnologija, već samo tehnologija koja je na najbolji način u funkciji ciljeva organizacije. Banke moraju da shvate da je uloga tehnologije da pruži podršku procedurama i radnim tokovima koji su deo najbolje prakse poslovanja banke.

Izvor: Mack Wood, „Seven Habits of Highly Efficient Banks“, *Journal of Performance Management*, January 2007.

GLAVA 5:

EVALUACIJA PROJEKATA MERDŽERA I AKVIZICIJA

EVALUACIJA PROJEKATA MERDŽERA I AKVIZICIJA

Stvaranje vrednosti putem merdžera i akvizicija
Koncept sinergije
Okvir sinergetske analize
Vrednovanje kombinovanog entiteta nakon M&A transakcije
Evaluacija banaka: analitičke metode
Prinosni pristup
Komparativni pristup
Tržišni pristup

5.1. Stvaranje vrednosti putem merdžera i akvizicija

Centralno pitanje kod projektovanja M&A transakcije odnosi se na cenu koju će kompanija akvizator platiti za ciljnu kompaniju. Akvizator polazi od tržišne vrednosti ciljne kompanije. Na tržišnu vrednost dodaje premiju za transfer kontrolnih prava sa akcionara ciljne kompanije na akcionare akvizatora. Pri tome je od ključnog značaja da akvizator oceni koliko iznose stvarni benefiti M&A transakcije i da na osnovu toga formira cenu na koju će pristati u pregovorima sa akcionarima ciljne kompanije.

Iz perspektive akvizatora, vrednost ciljne kompanije predstavlja zbir vrednosti samostalnog poslovanja kompanije i inkrementalne vrednosti koja se očekuje da će biti kreirana nakon preuzimanja. Inkrementalna vrednost nastaje putem sinergije iz profitabilnijeg poslovanja postakvizione kompanije. Određivanje vrednosti ciljne kompanije počiva na očekivanjima u pogledu veličine i tajminga realizacije očekivanih benefita. U situacijama kada je teže predvideti očekivane benefite, vrednovanje je manje precizno. Tada se akvizator suočava sa rizikom vrednovanja. Izloženost ovoj vrsti rizika zavisi od kvaliteta informacija koje su dostupne akvizatoru, da li je ciljna kompanija javna ili zatvorenog tipa, od vremena utrošenog na temeljno istraživanje (due diligence) ciljne kompanije itd.[107]

Kod vrednovanja M&A projekata neophodno je praviti razliku između nekoliko različitih koncepata vrednosti.[108]

[107] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Pearsons Education Ltd., 2003., str. 333

[108] R. G. Eccles, K. L. Lanes, T. C. Wilson, "Are you paying too much for that acquisition?", *Harvard Business Review*, July-August 1999., str. 51-54

INTRISTIČNA (UNUTRAŠNJA) VREDNOST. Osnovna vrednost kompanije je njena unutrašnja, intristična vrednost, koja predstavlja neto sadašnju vrednost očekivanih budućih benefita, nezavisno od akvizicije. Ovo pretpostavlja da kompanija nastavlja rad sa sadašnjim menadžmentom, rastom prihoda i poboljšanjima performansi koji su predviđeni.

TRŽIŠNA VREDNOST. Tržišna vrednost ili drugačije "trenutna tržišna kapitalizacija", odražava vrednovanje kompanije od strane tržišnih učesnika. Njen indikator je cena akcija kompanije.

KUPOVNA CENA. Ovo je cena koju ponuđač očekuje da će platiti akcionarima ciljne kompanije kako bi njegova ponuda bila prihvaćena.

SINERGETSKA VREDNOST. Ovo je neto sadašnja vrednost benefita koji će nastati kao rezultat kombinovanja kompanija. Povećanje vrednosti postakvizicione kompanije je veće od zbira vrednosti dve kompanije koje bi nastavile da posluju samostalno.

GEP VREDNOST. Ovo je razlika između unutrašnje vrednosti i kupovne cene. Akvizator i ciljna kompanija znaju da će kupovna cena biti veća od unutrašnje vrednosti, tj. da će kupac vrlo verovatno platiti premiju. Premija sadrži projektovane buduće benefite postakvizione kompanije, s tim da će premija biti alocirana na akcionare ciljne kompanije. Menadžment akvizatora treba da odluči koliko veliki gep kompanija može da prihvati, imajući u vidu realistički projektovanu sinergiju. Ako postoji više potencijalnih akvizatora, dolazi do konkurencije više ponuda i do povećanja kupovne cene, čime se automatski povećava i vrednosni gep.

Neto vrednost koju akvizator kreira kroz akviziciju jednaka je vrednosti ciljne kompanije po odbitku plaćene cenu za preuzimanje targetne firme. Akvizator plaća tržišnu vrednost targeta pre najave dila uvećanu za premiju. Međutim, akvizator očekuje da će se preuzimanjem targetne firme dobiti intristična vrednost ciljne kompanije uvećanu za neto sadašnju vrednost sinergije. Na primer, ako vrednost targetne firme zajedno sa sinergijom iznosi $1.300 miliona, a cena transakcije $1.040 miliona, onda je akvizator u transakciji ostvario vrednost od $260 miliona.[109]

Tabela 5-1. Stvaranje vrednosti kod M&A (u $ miliona)

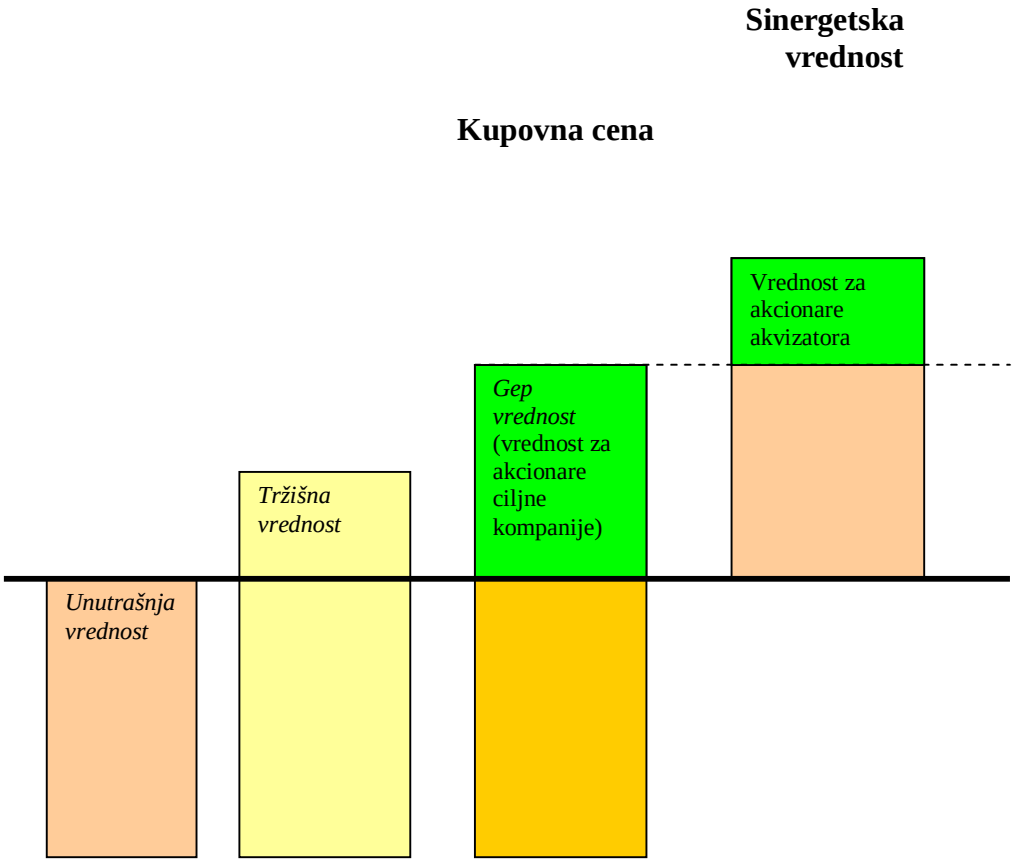
Vrednost		**Cena**	
Intristična vrednost targeta	900	Tržišna cena trageta	800
NPV sinergija	400	Premija	240
Bruto vrednost preuzete aktive	*1,300*	Ukupna cena	*1,040*
Vrednost za akcionare akvizatora:	**260**		

[109] T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., 2005., str. 443

Kod evaluacije projekata M&A, najpre treba sagledati da li je trenutna tržišna vrednost ciljne kompanije jednaka njegovoj intrističnoj vrednosti. Ako je ciljna kompanija potcenjena na tržištu, tj. ako je njena intristična vrednost veća od tržišne (berzanske) cene, top menadžeri akvizatorskih kompanija smatraju ih poželjnim targetima za preuzimanje. U obratnom slučaju, ako je tržišna vrednost targetnih firmi precenjena na tržištu, takve kompanije nisu interesantne za vlasničko preuzimanje. Upravo takav slučaj dogodio se tržištu kapitala krajem 1990-ih godina, kada su kompanije na sektoru visokih tehnologija, medija i telekomunikacija doživele veoma visoke tržišne vrednosti. Te tržišne cene na propulzivnom tehnološkom sektoru nisu imale realno pokriće u instrističnim cenama, tako da je kasnije došlo do jakog pada tih berzanskih cena.

Kako je kupovna cena akvizicije gotovo uvek veća od unutrašnje vrednosti ciljne kompanije, akvizator mora da bude siguran da će realizovati dovoljno troškovnih ušteda i prihoda – sinergetsku vrednost – kako bi imao pokriće za akvizicionu premiju odnosno da akcionari ciljne kompanije ne bi dobili celokupnu vrednost stvorenu akvizicijom.

Slika 5-1. Koja je prava vrednost akvizicije?



Izvor: R.G. Eccles, K.L. Lanes, T.C. Wilson, "Are you paying too much for that acquisition?", *Harvard Business Review*, July–August 1999., str. 52

Premija koju akvizator plaća za ciljnu banku obično premašuje sadašnju tržišnu vrednost banke za 30 do 50%. Visina akvizicione premije u konkretnim slučajevima zavisi od raznih okolnosti. Pre svega, visina akvizicione premije zavisi od projektovane visine sinergije, odnosno dodatne vrednosti kreirane putem vlasničkog preuzimanja. Dalje, ako je targetna firma vrednosno potcenjena na tržištu, postoji šansa da to utiče na izvesno povećanje premije. To će naročito biti slučaj ako postoji više zainteresovanih konkurenata za akviziciju neke banke. Što god je veća konkurencija za akviziciju neke banke, to se može očekivati da će premija biti veća.

5.2. Koncept sinergije

Reč sinergija vodi poreklo od grčke reči *syn-ergos,* što znači kooperacija ili zajednički rad. Odnosi se na tip reakcije, gde se dva faktora kombinuju da bi dali veći zajednički efekat, nego što je suma njihovih pojedinačnih efekata. Jednostavno rečeno, sinergija se odnosi na fenomen 2 + 2 = 5.

Mark Sirower, potpredsednik Boston Consulting Group, smatra da je najlakši put da akvizicija doživi poraz onaj kada nisu definisane sinergije i to kao realna i merljiva unapređenja konkurentske prednosti. Prave sinergije stvaraju vrednost za akcionare kompanija koje ne bi mogle da budu kreirane njihovim samostalnim poslovanjem.

Procena sinergija trebalo bi da bude centralna stavka analize merdžera ili akvizicije iz četiri razloga. Prvo, stvaranje vrednosti mora da bude osnovni cilj projektivanja M&A transakcije. Iako ne postoje garancije da će i najbolje projektovana transakcija na kraju kreirati vrednost, transakcije kod kojih ne postoje predvidive sinergije vode urušavanju vrednosti. Drugo, procena sinergija se odnosi na jako važan taktički problem pri projektovanju transakcije – predviđanje reakcije investitora na najavu dila. Ako akvizitor smatra da je preplatio ciljnu kompaniju, pri najavi dila, cena akcije akvizitora će doživeti pad. Ali, ako zaista postoji sinergija, cena akcija može rasti i to u zavisnosti od odnosa cene i vrednosti ciljne kompanije (V_{target}) uvećane za vrednost sinergije ($V_{synergies}$). Ovo

Cena akcije akvizitora će:	**Ako je zadovoljena sledeća relacija:**
Vrednost raste	Cena < $V_{target} + V_{synergies}$
Vrednost nepromenjena	Cena = $V_{target} + V_{synergies}$
Vrednost smanjena	Cena > $V_{target} + V_{synergies}$

znači da najava dila otkrija njegovu cenu. Treće, vrednovanje sinergije pomaže analitičarima da razviju adekvatnu strategiju za otkrivanje sinergija i oblikovanje istih. Investitori žele da znaju sve o potencijalnim izvorima sinergetske vrednosti, izvesnosti

realizacije, njenom trajanju i veličini. Konačno, vrednovanje sinergije mora biti osnov za oblikovanje strategije postakvizicione integracije. Menadžeri moraju projektovati takve integracione planove u kojima će biti naglašena mesta najvećeg uticaja realizacije sinergetskih vrednosti.[110]

Razmotrimo dve nezavisne kompanije, A i B, vrednosti V_a i V_b.[111] Pretpostavimo da menadžeri firme A smatraju da bi akvizicija firme B kreirala vrednost. Oni veruju da je $V_{ab} > V_a + V_b$. Razlika ove dve vrednosti je inkrementalna vrednost kreirana kroz akviziciju, tj. sinergija.

$$\text{Sinergija} = V_{ab} - (V_a + V_b)$$

Iako je jasno da pozitivna sinergija pokreće na akvizicije, problem komplikuju cene akvizicije i premije koje dobijaju akcionari ciljne kompanije. Ovo se može sumirati na sledeći način:

$$\text{Neto korist iz merdžera} = [V_{ab} - (V_a + V_b)] - \text{troškovi merdžera} - \text{premija}$$

5.3. Okvir sinergetske analize

Adekvatno vrednovanje sinergetskih efekata zahteva dobro poznavanje snaga i slabosti dve kompanije/banke koje se integrišu i tako stvaraju postakvizicionu kompaniju/banku. Sinergija nastaje kao rezultat integrisanja postojećih resursa. Identifikacija sinergije počinje poređenjem poslovnih procesa dve slične kompanije. Sledi analiza efikasnosti, snaga i slabosti obe kompanije/banke i usvajanje u postakvizicionoj kompaniji/banci superiornije tehnologije, bolje organizacije i kvalitetnijih ljudskih resursa.

Istraživanja su pokazala da bankarski menadžmenti u SAD stavljaju veći naglasak na sinergetske efekte nego što je slučaj u drugim sektorima. Sinergije kod bankarskih merdžera nastaju ulaskom na nova geografska područja, generisanjem novih oblika formiranja depozita, eliminisanjem dupliciranih funkcija, unakrsnim marketingom proizvoda itd.[112]

---

[110] R. F. Bruner, J. R. Perella, *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley &Sons, Inc., 2004., str. 326, 327

[111] J. Livingstone, T. Grossman, *The Portable MBA in Finance and Accounting*, Third Edition, John Wiley &Sons, Inc, New York, 2002., str. 574

[112] S. Block, „Bank Mergers and Valuation: An Empirical Study“, *Bank Account and Finance*, Dec. 2006 – Jan. 2007.

Pre nego vidimo kako akvizicija može uticati na novčane tokove, podsetimo se kako se oni formiraju:

Inkrementalni novčani tokovi =

Inkrementalni prihodi *minus*
Inkrementalni troškovi *minus*
Inkrementalni porezi *minus*
Inkrementalne investicije u neto obrtni fond *minus*
Inkrementalne investicije u fiksnu aktivu

Formula koja prikazuje faktore koji utiču na stvaranje sinergije glasi:

$$V_{\text{synergies}} = \sum_{t=o}^{N} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Objašnjenje varijabli:

Slobodan novčani tok (free cash flow, FCF) je operativni profit nakon poreza uvećan za amortizaciju i umanjen za investicije u obrtni kapital i kapitalne projekte.

Ponderisana prosečna cena kapitala (weighted average cost of capital, WACC) je kombinovani oportunitetni trošak svih investitora.

Formula DCF pokazuje da sinergija proizilazi iz poboljšanja bilo koje komponente slobodnog novčanog toka ili diskontne stope. Konkretni izvori ovog tipa sinergije su:

1. ***Rast prihoda***. Izvor se nalazi u efektima unakrsne prodaje postakvizicione kompanije/banke.

2. ***Smanjenje troškova***. Troškovi postakvizicione kompanije/banke smanjuju se usled ekonomije obima, boljeg korišćenja kapaciteta, jače tržišne pozicije u odnosu na dobavljače, eliminisanja nepotrebnih posrednika itd.

3. ***Smanjenje aktive***. Postakviziona kompanija/banka eliminiše duplirane oblike aktive. Taj oblik sinergije je uglavnom jednokratnog karaktera.

4. ***Smanjenje poreza***. Akvizicije mogu dovesti do poreske uštede kod kompanije/banke usled umanjenja poreske osnovice na bazi korišćenja zajmova (tax shields).

5. ***Finansijska sinergija***. Radi se o sinergiji koja nastaje sniženjem ponderisane cene kapitala u postakvizicionoj kompaniji/banci.

Kao što se vidi, sinergija nastaje kao operativna i finansijska sinergija. Operativna sinergija se ostvaruje kroz povećanje prihoda i/ili smanjenje troškova, dok se finansijska sinergija odnosi na mogućnost snižavanja cene kapitala.

5.4. Vrednovanje kombinovanog entiteta nakon M&A transakcije

Vrednovanje postakvizicione kompanije je bitno drugačije u odnosu na vrednovanje kompanija pre ulaska u vlasničku integraciju. Naime, kod određivanja vrednosti ciljne kompanije postoje dostupne publikovane informacije. Međutim, to nije slučaj sa postakvizicionom kompanijom; stoga njeno vrednovanje zahteva dodatne informacije.

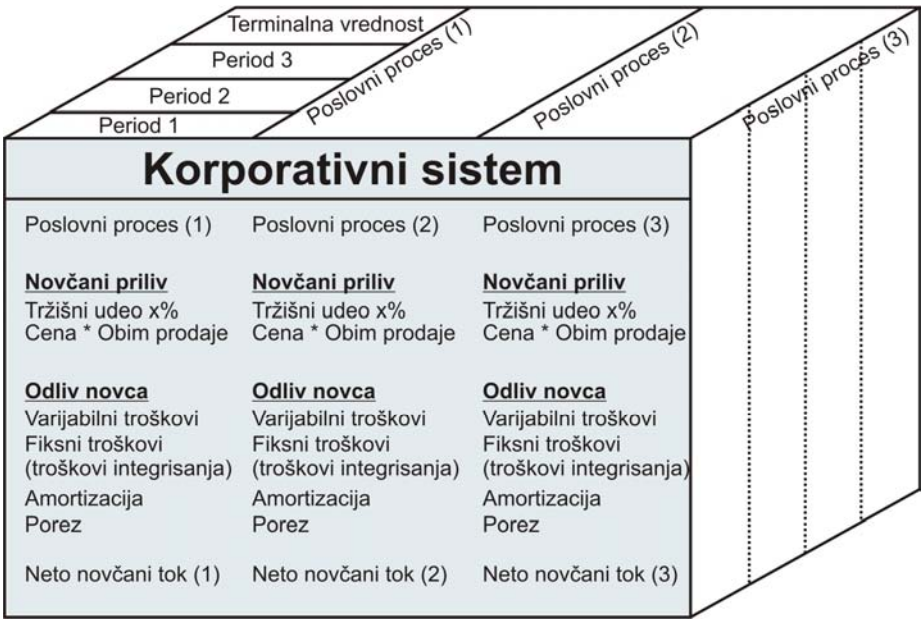
Da bi se projektovala vrednost postakvizicione kompanije, pre svega je potrebno da se sagledaju vrednosti sinergija koje nastaju putem merdžera ili akvizicije. Polazeći od novčanih tokova dve ranije zasebne firme i imajući u vidu njihove razvojne mogućnosti kao i sinergije, prave se projekcije neto novčanih tokova postakvizicione kompanije.

Novčani tokovi iz poslovnih procesa se projektuju u vremenskom okviru od 5 do 10 godina, zatim izračunava terminalna vrednost projekta, da bi se onda sve ove vrednosti diskontovale i time dobila sadašnja vrednost projekta. Pod pretpostavkom da će nakon posmatranog vremenskog horizonta novčani tokovi rast beskonačno dugo, po istoj stopi rasta, terminalna vrednost poslovanja se može izračunati kao sadašnja vrednost beskonačne geometrijske serije. Konačno, neto novčani tok svakog od poslovnih procesa se diskontuje za svaki odgovarajući vremenski period, kako bi izračunali sadašnju vrednost svih budućih neto novčanih tokova kombinovanog entiteta (videti sliku 5-2.)

$$V_C^0 = \sum_{n=1}^{N} \sum_{t=1}^{T} \frac{NCF_t^n}{(1+r)^t}$$

Ovde je V_C^0 vrednost kombinovanog entiteta u nultom momentu, NCF_t^n je neto novčani tok poslovnog procesa u nultom momentu, r je diskontna stopa (WACC), n je broj poslovnih proseca, t je vremenski okvir (broj godina).

Slika 5-2. Vrednovanje kombinovanog entiteta



Izvor: R. Lenz, „The Logic of Merger and Acquisition Pricing“, 2008.

Da bi investiciona odluka bila opravdana sa gledišta kriterijuma profitabilnosti, izračunata vrednost kombinovanog entiteta mora da bude veća od cene plaćene za ciljnu kompaniju.

5.5. Evaluacija banaka: analitički metodi

Vrednost banke se određuje njenom sposobnošću da generiše profit u narednom periodu. Određivanje vrednosti banke u osnovi se svodi na određivanje njene franšizne vrednosti. Pod franšiznom vrednošću banke obično se podrazumevaju sve karakteristike banke koje predstavljaju osnov za njeno profitabilno poslovanje. To su sledeće karakteristike banke:[113]

- baza klijenata,
- osiguranje depozita,
- menadžment i zaposleni,
- lokacije filijala i ekspozitura,
- operativni sistemi,

[113] Z. Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: The Fair Value Approach*, 2nd edition, John Wiley & Sons, Inc., 2001., str. 334

- tehnološke sposobnosti,
- finansijske sposobnosti,
- sistemi distribucije,
- imidž,
- tržišni udeo itd.

Kvalitet gornjih karakteristika utiče na franšiznu vrednost banke. Prilikom akvizicije ciljne banke akvizator obično plaća veći iznos od njene trenutne franšizne vrednosti, jer računa i na realizaciju sinergetskih efekata koji će povećati vrednost ciljne banke posle akvizicije. Pored toga, na cenu ciljne banke utiče i mogućnost da više banaka bude zainteresovano za akviziciju neke banke, što obično dovodi do povećanja njene tržišne cene.

U nastavku su razmatrana tri pristupa evaluaciji kompanija odnosno banaka; to su prinosni, komparativni i tržišni pristup.

5.6. Prinosni pristup

Prinosni pristup se bazira na polaznoj premisi da je vrednost kapitala kompanije jednaka neto sadašnjoj vrednosti budućih novčanih tokova. Najznačajnija varijanta prinosnog pristupa kod evaluacije kompanija je *model diskontovanja novčanih tokova* (discounted cash flow model, DCF model). Ovaj model se bazira na proceni budućih očekivanih novčanih tokova banke u postakvizicionom periodu, uz pretpostavke vezane za postakvizicionu politiku akvizatora. Primena DCF modela podrazumeva da se budući očekivani novčani benefiti diskontuju na sadašnju vrednost. Tako se svaki merdžer ili akvizicija posmatra kao investicija koja investitorima treba da donese odgovarajući prinos.

Metod diskontovanja novčanih tokova posmatra kupovinu druge banke kao investiciju. Prema ovom metodu, vrši se upoređenje očekivane sadašnje vrednosti akcijskog kapitala banke sa njenom tekućom vrednošću. Ukoliko je projektovana vrednost veća od tržišne cene, investicija će rezultovati pozitivnom neto sadašnjom vrednošću i biće prihvatljiva.

Pri proceduri svođenja budućih očekivanih novčanih tokova na sadašnju vrednost koristi se diskontna stopa, koja se zasniva na ceni kapitala, imajući u vidu stepen rizika. Dobijena vrednost se potom poredi sa kupovnom cenom, koja se formira u pregovorima akvizatora i ciljne banke, a koja uključuje premiju na tekuću tržišnu vrednost ciljne banke.

Postupak evaluacije je sledeći:[114]

[114] M. Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 84

1. Proceniti buduće novčane tokove profita i amortizacije firme targeta po odbitku potrebnih investicija u fiksni i obrtni kapital u prognostičkom horizontu.
2. Proceniti terminalnu vrednost targeta u prognostičkom horizontu.
3. Izračunati cenu kapitala konkretne firme, imajući u vidu postakvizicioni rizik i specifičnu strukturu kapitala (izvora sredstava) te firme.
4. Diskontovati procenjene neto novčane tokove u narednom periodu – putem određene cene kapitala – čime se dobija sadašnja vrednost firme.
5. Dodati ostale prilive, npr. iz poslovnih divesticija.
6. Oduzeti troškove zaduženja (kamate na kredite) – čime se dobija vrednost akcijskog kapitala firme.

Određena vrednost akcijskog kapitala predstvalja osnovnu vrednost u pregovorima sa akcionarima ciljne kompanije, a sa ciljem formiranja definitivne kupovne cene. Akvizator vrši restrukturiranje preuzete kompanije i uvodi novi i efikasniji menadžment, pa na toj osnovi očekuje da vrednost projektovanih novčanih benefita preuzete kompanije bude veća u odnosu na tržišnu vrednost targeta pre preuzimanja. Kreirana dodatna vrednost proizilazi iz ostvarenih sinergetskih koristi u poslovanju novog entiteta. Ujedno, ona služi kao pokriće za plaćenu premiju akcionarima preuzete kompanije. Na ovaj način, realizovana dodatna vrednost se delom transferiše na akcionare preuzete kompanije.

Kada se koristi metod diskontovanja novčanih tokova kod vrednovanja banaka, potrebno je uključiti ne samo očekivane benefite, već i volatilnost ovih benefita, njihov vremenski horizont, kao i izvesnost realizacije. Dve osnovne varijable DCF modela su *slobodni novčani tokovi* (free cash flows, FCF) i *diskontna stopa* (discount rate).

Očekivani slobodni novčani tokovi dostupni investitorima, a u slučaju banaka, mogu se predstaviti na sledeći način:

$$\text{FCF} = \text{neto dobit} + \text{amortizacija} - \text{dodatni zahtevi za kapitalom}$$

Banke su specifične institucije u smislu da kod njih postoje propisani minimalni obavezni kapital. Nakon preuzimanja banke, akvizator će nastojati da minimizira kapitalnu bazu kako bi povećao stopu prinosa na ulaganje. Promena nivoa obaveznog kapitala je funkcija postojećeg nivoa kapitala (TE_{t-1}), dobiti (NI), rasta ukupne aktive (TA) i odnosa obaveznog kapitala i ukupne aktive. Stoga je prethodnu formulu moguće napisati u sledećem obliku:[115]

$$\text{FCF} = \text{neto dobit} + \text{amortizacija} - [\text{odnos obaveznog kapitala i aktive} - \frac{TE_{t-1}}{TA_t}]\ TA_t$$

Pored određivanja sadašnje vrednosti projektovanih novčanih tokova, značajnu komponentnu sadašnje vrednosti kompanije čini njena terminalna vrednost. Ona

[115] T. W. Koch, S. S. MacDonald, *Bank Management,* 5th edition, Thomson South-Western, 2003, str. 833

predstavlja kapitalizaciju dugoročnog budućeg rasta kompanije i njena vrednost nije zanemarljiva. Procena terminalne vrednosti, na osnovu formule vrednovanja konstantnog rasta (Gordonov model) je sledeća:

$$\text{Terminalna vrednost} = \frac{FCF(1+g)}{(k-g)} = \frac{FCF_{n+1}}{(k-g)}$$

gde je novčani tok FCF uzet iz poslednje godine finansijskog projektovanja; *k* je cena kapitala; *g* je prosečna stopa rasta novčanih tokova u neograničenom vremenskom horizontu (stopa rasta).

Primena Gordonovog modela konstantnog rasta ukazuje da terminalna vrednost opada dramatično ukoliko se poveća spred između cene kapitala i očekivanog rasta novčanih tokova (videti Tabelu 5-2.).[116]

Tabela 5-2. Uticaj promene pretpostavki na terminalnu vrednost od $1 milion

Razlika između cene kapitala i stope rasta novčanih tokova	Terminalna vrednost ($ milion)
3%	33.3*
4%	25.0
5%	20.0
6%	16.7
7%	14.3

*Primedba: $1.0/0.03

Izvor: DePamphilis, D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 274

Cena kapitala (*k*) kao diskontna stopa važan je faktor u formiranju sadašnje vrednosti investicije. Cena kapitala je ponderisana prosečna cena kapitala (weighted average cost of capital, WACC) koji kompanija koristi. Kod određivanja sadašnje vrednosti očekivanih benefita kompanije nakon preuzimanja, u obzir se uzima novoformirana struktura kapitala. Najpre se određuje cena kapitalizacije za svaku komponentu kapitala (akcijskog kapitala i uzajmljenog kreditnog kapitala), a potom se izračunava ponderisana prosečna stopa, prema učešću svakog od oblika angažovanih izvora sredstava. Matematički se ovo može iskazati na sledeći način:

$$\text{WACC} = k_d \cdot (1-t) \cdot w_d + k_e \cdot w_e$$

[116] DePamphilis, D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 274

gde je k_d = cena duga pre poreza, k_e = cena vlasničkog kapitala, w_d = učešće duga u ukupnoj strukturi kapitala, w_e = učešće vlasničkog kapitala u ukupnoj strukturi kapitala, t = poreska stopa.

Cena kapitala je minimalna prihvatljiva stopa prinosa koju akvizator mora da ostvari kroz transakciju, kako bi ona za njega bila prihvatljiva. Cena kapitala određuje oportunitetni trošak investitora, stopu povraćaja zahtevanu na ulaganja sličnog rizika.

Vrednost banke je onda moguće prikazati na sledeći način: $\sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{\left[\frac{FCF_{n+1}}{k-g}\right]}{(1+k)^n}$

Najveća prednosti DCF modela u vrednovanju kompanija/banaka je što obezbeđuje procenu njihove ekonomske vrednosti. Vrednovanje je određeno očekivanjima investitora u pogledu očekivanih benefita posmatrane kompanije/banke. Tako će banke, za koje se tržište smatra da će imati rastuće očekivane benefite, biti visoko vrednovane.

DCF model ima veliku informacionu vrednost i stvara dobru analitičku osnovu za kvantifikaciju vrednosti akcijskog kapitala banaka. Iako je gornji pristup metodološki korektan, u njegovoj operacionalizaciji se nailazi na problem realnosti procene budućih prihoda i rashoda nove bankarske firme u neizvesnom okruženju. Takođe, mogu da postoje izvesne teškoće kod procene adekvatne diskontne stope putem koje se vrši konverzija budućih tokova prinosa na vrednost banke u sadašnjem momentu.[117]

5.6.1. Višestruki scenariji

Primena metoda diskontovanja novčanih tokova polazi od niza pretpostavki na kojima se dalje grade projektovane vrednosti novčanih tokova. Kako DCF metoda inkorporira značajnu dozu rizika u pogledu realizacije pretpostavljenih varijabli, smatra se da je korisno projektovati višestruke scenarije. Pri tome postoje dva pristupa.

Analiza osetljivosti (sensitivity analysis) pokazuje efekte varijacije vrednosti neke ključne varijable na neto sadašnju vrednost banke. Iako je moguće da se posmatraju efekti nekoliko ključnih varijabli na promenu sadašnje vrednosti banke, analiza osetljivosti uvek posmatra efekte promene svake ključne varijable *pojedinačno*. Na primer, ako se želi da vide efekti četiri ključne varijable, moraju se napraviti četiri projekcije analize osetljivosti.

Scenario analiza (scenario analysis) pokazuje projektovanje novčanih tokova pod pretpostavkom da *istovremeno* dođe do promene vrednosti nekoliko ključnih varijabli. Ova analiza obično sadrži tri scenarija:

[117] Videti šire: Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, 2006., str. 298

- najverovatniji (bazični) scenario,
- optimistički scenario i
- pesimistički scenario.

Korišćenje analize osetljivosti i scenario analize potrebno je stoga što se model novčanih tokova primenjuje na vremenski horizont od 5 do 10 godina. U tom periodu je moguće da dođe do značajnijih promena u makroekonomskim kretanjima, što svakako može da utiče na sadašnju vrednost postakvizicione banke. Pored toga, oba tipa višestrukih scenarija mogu se koristiti i za uporedno sagledavanje sadašnje vrednosti postakvizicione banke imajući u vidu neizvesnosti koje su vezane za mikro analizu i posebno za realizaciju projektovanih sinergija. [118]

Vrednost kompanije/banke odnosno vrednost njenog akcionarskog kapitala treba da bude procenjena na bazi više scenarija uz korišćenje DCF metodologije. Razlike između više scenarija potiču iz simulacione igre sa vrednostima ključnih pretpostavki. Najvažnije pretpostavke od kojih zavisi formiranje vrednosti kompanije odnosno njenog akcijskog kapitala su procenjene stope rasta prodaje (indirektno i rasta proizvodnje), kao i procenjena stopa WACC.[119]

5.6.2. Primena u zemljama u razvoju

Značaj pravilnog vrednovanja kompanija je posebno izražen na tržištima u razvoju usled intenzivnog sprovođenja procesa privatizacije, zajedničkih ulaganja, merdžera i akvizicija, restrukturiranja. Ipak, na ovim tržištima vrednovanje je otežano usled većih rizika i prepreka sa kojima se suočavaju kupci i prodavci. Dakle, osnovna razlika u pogledu vrednovanja kompanija/banaka na razvijenim i tržištima u razvoju tiče se stepena volatilnosti makroekonomskih varijabli, koji je svakako niži na razvijenim tržištima. Naime, adekvatna procena stepena neperformansnih kredita je kritičan faktor za vrednovanje banaka na ovim tržištima i dalje strukturisanje transakcije. Međutim, i najbolja analiza i modeliranje ne mogu predvideti sve rizike.

Usled višeg stepena voliatilnosti makroekonomskih varijabli (stope inflacije, rasta bruto domaćeg proizvoda, deviznog kursa i nominalne kamatne stope), primena DFC modela u zemljama u razvoju nalaže razvijanje više alternativnih scenarija, koja bi obuhvatala korigovane projekcije novčanih tokova. Insistiranje na inkorporiranju premije rizika u novčane tokove, a na u diskontnu stopu (cenu kapitala), smatra se metodološki ispravnijim postupkom iz nekoliko razloga. Prvo, cena kapitala ne treba da sadrži rizike koje je moguće diversifikovati, već samo one nediversifikabilne. Drugo, mnogi rizici u jednoj zemlji su idiosinkratskog (specifičnog) karaktera – ne mogu se primeniti u istoj meri na sve sektore poslovanja, pa čak kompanija u istom sektoru. Na primer, banke

[118] Videti: Milutin Ćirović, *Finansijski menadžment*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2008., str. 109-111.

[119] Milutin Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 94

podležu većem riziku da će biti nacionalizovane u odnosu na maloprodajne prodavce. Treće, ukoliko bismo na nivou jedne zemlje primenili uvek istu premiju rizika (country risk) za sve kompanije, rizik bi za neke kompanije bio precenjen, dok bi za druge bio potcenjen. Konačno, inkorporiranje rizika u novčane tokove omogućava njihovu bolju analizu i praćenje njihovog uticaja na vrednost kompanije, te njihovo bolje upravljanje.

Postupak inkorporiranja rizika u novčane tokove polazi od sagledavanja uticaja makroekonomskih faktora za razvoj različitih scenarija, jer ovi faktori imaju najveći uticaj na performanse sektora i kompanija u zemljama u razvoju. U sledećoj fazi se sagledava na koji način promene makroekonomskih varijabli pokreću svaku od komponeti novčanih tokova – prihode, troškove, obtrni kapital, kapitalna ulaganja i sl. Dalje se vrši njihovo povezivanje u model sa makroekonomskim varijablama, tako da se sa promenom makroekonomskih varijabli, promene na novčanim tokovima automatski usklađuju.[120]

5.7. Komparativni pristup

Komparativni pristup za procenu vrednosti banaka bazira na poređenju banke koja je predmet procene sa bankama slične veličine i slične delatnosti. Konkretnije, vrednost banke se određuje na osnovu cene koja je plaćena kod preuzimanja sličnih banaka, uz neophodna prilagođavanja. Privlačnost ovog metoda je što je mnogo jednostavniji od tehnike diskontovanja novčanih tokova. S druge strane, komparativni pristup vrednovanju mora se brižljivo koristiti, jer preuzimanje svake banke ima svoje specifičnosti.

Prema ovom metodu, tržišna vrednost banke može biti aproksimirana indikatorom vrednosti za uporedive banke, uporedive transakcije ili industrijske proseke. Indikatori vrednosti uključuju prihode, novčane tokove i profite banke. Ako su podaci uporedivih banaka dostupni, tržišna vrednost banke targeta (MV_T) može biti određena sledećom jednačinom:

$$MV_T = (MV_C / I_C) \times I_T$$

gde je

MV_C = tržišna vrednost uporedive kompanije C
I_C = indikator vrednosti za uporedivu kompaniju C
I_T = indikator vrednosti za firmu T
(MV_C / I_C) = multiplikator tržišne vrednosti uporedive kompanije.

[120] Šire: T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2005. glava 22, kao i M. James, T. Koller, „Valuation in Emerging Markets“, *The McKinsey Quarterly* No. 4, 2000.

5.7.1. Metod uporedivih kompanija

Kod pristupa uporedivih kompanija, analitičar identifikuje kompanije koje su slične firmi targetu. Pristup ima više ograničenja. Prvo, potrebno je pronaći zaista uporedive kompanije koje posluju na istim segmentima tržišta i imaju slične veličine i slične nivoe zaduženosti. Uporedne pokazatelje firme treba posmatrati kao proseke u periodu od šest meseci ili godinu dana. Treba imati u vidu da u periodima cikličnog rasta ili pada tržišta akcija može da dođe do precenjivanja/potcenjivanja targetne firme. S druge strane, sama kalkulacija kod ovog metoda je jednostava, jer ne zahteva pretpostavke vezane za rizik, rast i tajming novčanih tokova.

Ako koristimo ovaj pristup vrednovanja, bitno je imati u vidu da uporedive kompanije (koje smo koristili za vrednovanje targeta) ne reflektuju plaćenu premiju na tržišnu cenu, sa ciljem dobijanja kontrolnog paketa kompanije targeta. Stoga se odgovarajuća premija dodaje na procenjenu tržišnu vrednost kompanije.

Tabela 5-3. Vrednovanje ciljne banke koristeći metod uporedivih kompanija

Analitičar je odabrao dve banke za koje smatra da su jako slične ciljnoj banci čiju vrednost želi da odredi. Za vrednovanje banke odabrana su tri indikatora vrednosti. To su prihodi, operativni novčani tokovi i neto profit. Tržišna vrednost za svaku uporedivu banku data je u redu (1). Dolarska vrednost svakog indikatora vrednosti data je u redovima (2) – (4). Tržišne vrednosti multiplikatora data su u redovima (5) – (7). Ovi multiplikatori izračunati su deljenjem tržišne vrednosti sa dolarskom vrednošću svakog indikatora vrednosti. Procenjene vrednosti ciljne banke dobijene su množenjem kolone (3) sa kolonom (4). Vrednost ciljne banke je utvrđena uprosečavanjem procena u koloni (5).

Indikator vrednosti		Uporediva banka 1	Uporediva banka 2	Uporedivi prosek kompanija (MV_C/I_C)	Projekcije za ciljnu banku ($mil – I_T)	Procenjena vrednost ciljne banke ($mil– MV_T)
		Kolona 1	Kolona 2	Kolona 3	Kolona 4	Kolona 5
Indikatori vrednosti ($ milion)						
(1)	Tržišna vrednost	$120	$80	$100		
(2)	Prihod	$100	$57	$78,5		
(3)	Operativni novčani tokovi	$10	$7	$8,5		
(4)	Neto profit	$7	$4	$5,5		
Multiplikatori tržišne vrednosti						
(5)	Prihod	1.2	1.4	1.3	$150	$195
(6)	Operativni novčani tokovi	12.0	11.4	11.7	$23	$269,1
(7)	Neto profit	17.1	20	18.6	$15	$279
Prosečna procenjena vrednost ciljne banke						$247,7

Izvor: D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 281

5.7.2. Metod uporedivih transakcija

Pristup uporedivih transakcija je sličan pristupu uporedivih kompanija. Multiplikatori korišćeni za procenu vrednosti targeta su bazirani na kupovnim cenama uporedivih kompanija koje su u skorije vreme preuzete. Cena (tržišna vrednost) u odnosu na prihode, prodaju, novčane tokove i knjigovodstvenu vrednost su pokazatelji koji su izračunati korišćenjem kupovne cene za skorašnju transakciju. Prihodi, prodaja, novčani tokovi i knjigovodstvena vrednost za ciljnu kompaniju se množe sa pokazateljima kako bismo odredili tržišnu vrednost ciljne kompanije. Ovakva vrednost već reflektuje premiju, za razliku od prethodnog pristupa. Očigledno ograničenje ovog metoda je poteškoća pronalaženja stvarno uporedivih, skorašnjih transakcija.

Pronalaženje dve u potpunosti iste transakcije je praktično nemoguće. Šest ključnih faktora koji utiču na pravilno određivanje kupovne cene su:[121]

1. **Tip tržišta:** Uporedive transakcije terba da se odnose na isti segment tržišta. Time se uzimaju u obzir slični tržišni rizici sa kojima su suočene dve banke koje ulaze u proces vlasničke integracije.

2. **Podaci o prodaji:** Usled promena u makroekonomiji i sektorskoj konkurenciji, najbitniji su podaci koji se odnose na poslednje dve godine.

3. **Veličina aktive:** Uporedive transakcije bi trebalo da se odnose na kompanije slične veličine aktive.

4. **Rast aktive u periodu od pet godina:** Rast aktive je pozitivno korelisan sa vrednošću banke, te je najbolje porediti banke sa istom ili sličnom stopom rasta.

5. **Prinos na aktivu za period od pet godina:** Profitabilnost ima direktan uticaj na vrednost banke, te je važno odabrati uporedive transakcije banaka sa približnom stopom prinosa.

6. **Način finansiranja transakcije:** Način finansiranja transakcije utiče na likvidnost, pa je potrebno uporediti transakcije koje su na isti način finansirane.

Generalno, komparativni pristup se u praksi najviše koristi kod kompanija čije akcije ne kotiraju na berzi. Nedostatak ovog pristupa je u tome što ne uzima u obzir buduće performanse kompanija/banaka čija se evaluacija istražuje.

[121] Z. Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: The Fair Value Approach*, 2nd edition, John Wiley & Sons, Inc., 2001., str. 337

5.8. Tržišni pristup

5.8.1. P/B vrednost (price-to-book value)

U određivanju cene ciljne banke, neki bankarski menadžeri i analitičari preferiraju korišćenje knjigovodstvenih vrednosti. Knjigovodstvena vrednost *jedne akcije* banke jednaka je količniku knjigovodstvene vrednosti akcijskog kapitala banke i broja izdatih akcija. Na ovako izačunatu knjigovodstvenu vrednost ciljne banke dodaje se premija koja se zasniva na prosečnoj premiji koja je plaćana prilikom akvizicije sličnih banaka. Formiranje premije na knjigovodstvenu vrednost može se zapisati na sledeći način:

$$\text{Premija na knjigovodstvenu vrednost} = \frac{MP_t - BV_t}{BV_t}$$

MP_t je tržišna cena po akciji koja je ponuđena za ciljnu kompaniju, dok BV_t predstavlja knjigovodstvenu vrednost ciljne kompanije po akciji.

Određivanje cene akvizicije (P_{BV}) primenom P/B vrednosti može se formulisati na sledeći način:[122]

$$P_{BV} = \left[\frac{MP_t}{BV_t}\right]_{avg} \times BV_t$$

Najznačajniji nedostatak ovog pristupa odnosi se na realnost knjigovodstvenog iskaza vrednosti banke i posebno politike otpisa rizičnih plasmana. Pored toga, razlike u poslovnoj strategiji raznih banaka u pogledu prihvatanja rizika (risk appetite) utiču na stvarnu ekonomsku vrednost banke. Stoga se ovaj pristup može koristiti samo kao jedan od nekoliko pristupa u vrednovanju ciljne banke kod razmatranja eventualne akvizicije, ali nikako kao jedini, pa čak ni dominantni pristup.

5.8.2. P/E metoda (price/earnings per share)

Jedan od metoda vrednovanja neke banke odnosi se na sagledavanje odnosa između tržišne cene jedne akcije banke i prinosa po akciji koji banka ostvaruje na godišnjem nivou. Radi se o metodu koji je poznat kao P/E, pri čemu je P (price) tržišna cena akcija banke, dok se prinos po akciji označava sa E (earnings) ili EPS (earnings per share). Radi se o odnosu između tržišne cene akcije prema godišnjem prinosu po akciji kompanije.

Valorizacioni pristup na bazi P/E metoda sastoji se u tome da se na osnovu raspoloživih podataka izračuna prosečan odnos između cene akvizicije sličnih banaka i prinosa po

[122] T. Koch, S. MacDonald, *Bank Management*, 5th edition, Thomson South-Western, 2003, str. 826.

akciji (EPS) koji su ostvarile te banke. Tako se dobija prosečna vrednost multiplikatora koji povezuje ostvarenu cenu akvizicija i EPS jednog broja sličnih banaka, s tim da su akvizicije tih banaka obavljene u toku poslednjih nekoliko godina. Veličina tako izračunatog multiplikatora se onda primeni na EPS konkretne targetne banke i tako dobija implicitna tržišna vrednost ciljne banke koja je kandidat za akviziciju.[123]

I ovaj metod ima više nedostatak što ne uzima u obzir volatilnost EPS koja je povezana sa politikom rizika koju su banke izabrale. Sem toga, u vremenskom toku dolazi do promene veličine EPS u zavisnosti od makroekonomskih i drugih faktora.

5.8.3. Ostali metodi

Na kraju se može dodati da postoje i drugi metodi za procenu vrednosti banaka i kompanija na realnom sektoru. Tako pominjemo reprodukcionu vrednost, zatim likvidacionu vrednost itd. Međutim, istraživanja ovih metoda izlaze iz okvira ove studije, a obrađena su u domaćoj literaturi. [124]

[123] T. Koch, S. MacDonald, 2003, str. 828.

[124] Videti: M. Stanišić, Lj. Stanojević, *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, 2007, str. 326-340.

GLAVA 6:

PROJEKTOVANJE MERDŽERA I AKVIZICIJA

PROJEKTOVANJE MERDŽERA I AKVIZICIJA

Planiranje procesa merdžera i akvizicija
Proces i faze akvizicije
Strategijska faza
Faza ispitivanja i pregovaranja
Faza finalizacije i integracije
Specifičnosti projektovanja privatizacionih akvizicija
Metode finansiranja akvizicija

6.1. Planiranje procesa merdžera i akvizicija

U uslovima turbulentnih promena, koje su sve disruptivnog i diskontinuelnog karaktera, za kompanije više nije dovoljno da prave manje promene kako bi kreirale vrednost za potrošače, akcionare i druge interesne grupe. Zahteva se sprovođenje krupnih transformacionih promena. Evolutivne (manje), odnosno revolucionarne (fundamentalne) promene zahtevaju različite pristupe upravljanja i različite strategije, strukture, kulture itd.[125]

Na sektoru finansijskih usluga, tehnološki napredak, deregulacija sektora i globalizacija utiču na način poslovanja i razmišljanja kompanija brzinom koju je teško pratiti. Organizacije koje već jesu ili žele da budu globalno konkurentne moraju biti sposobne za brzu transformaciju. Ovo podrazumeva sposobnost da se u okviru kompanije formira ubeđenje o neophodnim hitnim promenama, borbu sa onima koji su protiv promena, stvaranje nove vizije, u cilju rekonstrukcije kompanije u skladu sa novom vizijom.[126]

Na osnovu analize transformacionih poduhvata u *razvijenim tržišnim privredama,* Kotter sugeriše da uspešnu promenu bilo kog obima treba obavljati logičkim redosledom koji se sastoji iz 8 faza, što se može videti iz Slike 6-1.

Prve četiri faze u procesu transformacije su neophodne da bi se omekšao okamenjeni *status quo.* Javlja se potreba za razvijanjem svesti o neophodnosti promene. Od pete do

[125] Sudi Sadarsanam, *Creating Value from Mergers and Acqusitions: The Challenges*, Pearsons Education Press, 2003., str. 535

[126] Branislav Mašić, „Metode radikalnih promena u preduzećima“, Zbornik radova *Metode radikalnih promena u organizacijama*, Univerzitet Braća Karić, 2004. godine

sedme faze uvode se novi oblici prakse. Poslednja faza odnosi se na usađivanje promene u kulturu organizacije.

Slika 6-1. Proces kreiranja korenite promene u osam faza

1. RAZVIJANJE SVESTI O NEOPHODNOSTI PROMENE
- Ispitivanje tržišta i konkurentske realnosti
- Identifikovanje i preispitivanje kriza, potencijalnih kriza ili značajnih šansi

↓

2. STVARANJE VODEĆE KOALICIJE
- Okupljanje grupe koja poseduje dovoljno moći da vodi promenu
- Usmeravanje grupe na način koji podrazumeva timski rad

↓

3. OBLIKOVANJE VIZIJE I STRATEGIJE
- Ostvarenje vizije koja pomaže u usmeravanju promene
- Razvijanje strategije za ostvarenje te vizije

↓

4. KOMUNICIRANJE VIZIJE PROMENE
- Korišćenje svih mogućih sredstava komunikacije radi konstantnog širenja nove vizije i strategije
- Imati model uloge vodeće koalicije, kao uzora ponašanja, koje se očekuje od zaposlenih

↓

5. OSAMOSTALJIVANJE ZAPOSLENIH ZA ŠIROKU AKCIJU
- Odstranjivanje prepreka
- Promena sistema i struktura koje ugrožavaju vizije i promene
- Podsticanje rizika i netradicionalnih ideja, aktivnosti i akcija

↓

6. OSTVARIVANJE KRATKOROČNIH USPEHA
- Planiranje u pravcu vidljivih poboljšanja performansi ili "uspeha"
- Kreiranje tih uspeha
- Vidljiva priznanja i nagrađivanje ljudi koji su omogućili ove uspehe

↓

7. KONSOLIDOVANJE OSTVARENIH PREDNOSTI I POKRETANJE DALJIH PROMENA
- Korišćenje povećanog kredibiliteta za promene svih sistema, struktura i modela koji se međusobno ne uklapaju, kao i u viziju transformacije
- Angažovanje, unapređenje i razvijanje ljudi koji su u stanju da realizuju viziju promene
- Osvežavanje procesa novim projektima, temama i agentima promene

↓

8. USAĐIVANJE NOVIH PRISTUPA U KULTURU
- Ostvarivanje boljih performansi kroz ponašanje orjentisano na potrošača i produktivnost, izraženije i kvalitetnije liderstvo i efektivniji menadžment
- Artikulisano povezivanje između novog potrošača i uspeha organizacije
- Razvijanje mehanizama koji obezbeđuju razvoj i promenu lidera

Izvor: P.J. Kotter, *Leading Change*, Harvard Business School Press, 1996., str. 21

Kako merdžeri i akvizicije predstavljaju revolucionarnu transformacionu promenu za kompaniju, potrebne su promene svih aspekata poslovanja jedne organizacije, odnosno organizacija uključenih u promenu. Naravno, glavni izazov prisutan u svih osam faza je promena ljudskog ponašanja. Zaključak je da bi promena uspela, kod ljudi mora da postoji predanost promeni, na svim nivoima rada. To je ključni faktor koji je neophodno uzeti u obzir pre implementacije programa promene.

Ali pre nego detaljnije razmotrimo fazu implementacije programa promene, sagledaćemo na koji način se odvija celokupan proces merdžera ili akvizicije i konkretnije, bankarskih M&A.

Struktura dila može biti posmatrana kao rešenje za ekonomske probleme koji postoje između dva ili više tržišnih učesnika. Važna implikacija je da ako možete da sagledate problem, onda ste u stanju i da razumete rešenje i da dizajnirate uslove transakcije. Teorijski, optimalna M&A transakcija je određena primenom matematičkog modeliranja, ali se u praksi koristi metod pokušaja i grešaka razmatranjem različitih potencijalnih struktura, dok se ne dođe do one koja ispunjava ciljeve transakcije.[127]

Loše dizajnirana ili neadekvatna poslovna strategija je jedan od najčešće navođenih razloga za neuspeh merdžera i akvizicija. Stoga jedino primena planski-baziranog pristupa, kao integrisanog procesa deset međusobno povezanih faza, daje adekvatne rezultate (videti Grafikon 6-2).

Generalno, proces merdžer ili akvizicije može biti podeljen na fazu planiranja i fazu implementacije. Faza planiranja se sastoji iz poslovnog i akvizicionog plana, dok faza implementacije sadrži traženje, skeniranje, kontaktiranje targeta, pregovaranje, integraciono planiranje, zaključenje dila, integraciju i završnu evaluaciju.

Da bismo razumeli ulogu planiranja u procesu merdžera i akvizicija, neophodno je da shvatimo svrhu misije i strategije akvizatora. Planski-baziran proces akvizicije se sastoji iz poslovnog plana i merdžer/akvizicionog plana, koji dalje pokreću sve ostale faze akvizicionog procesa. *Poslovni plan* jasno izražava misiju ili viziju firme i *poslovnu strategiju* za realizaciju misije za sve firmine stejkholdere. *Implementaciona strategija* se odnosi na metode sprovođenja poslovne strategije. *Merdžer/akvizicioni plan* je specifičan vid strategije implementacije i opisuje do detalja motive za akviziciju i to kako i kada će plan biti ostvaren.

[127] R. F. Bruner, Joseph R. Perella, *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley &Sons, Inc., 2004., str. 531

6.2. Proces i faze akvizicije

Ponekad je podesnije posmatrati proces akvizicije kao seriju većih nezavisnih događaja koji se kumuliraju kroz transfer vlasništva od prodavca do kupca. Teorijski, posmatranje procesa kao pojedinačnog događaja olakšava komunikaciju i razumevanje brojnih aktivnosti koje su neophodne za okončanje same transakcije. U praksi, koraci kao delovi procesa su jako međupovezani, ne poštuju obavezno neki logičan sled i podrazumevaju, kako nove informacije postaju dostupne, izbor koraka koje je neophodno poduzeti kako bi se proces okončao.

Pojedini istraživači imaju negativan stav o praćenju strukturiranog procesa zbog usporenog reagovanja na anticipirane, kao i na neanticipirane šanse. Anticipirane šanse su označene kao one koje su rezultat procesa poslovnog planiranja. Ovaj proces se sastoji iz razumevanja eksternog operativnog okruženja, procene internih resursa, sagledavanja niza razumnih opcija i artikulisanja jasne vizije budućnosti poslovanja, kao i realistične strategije za njeno postizanje. Nepredviđene šanse rezultiraju iz novodostupnih informacija. Umesto da uspori trku za novom prilikom, dobro dizajniran poslovni plan omogućava bržu i značajnu evaluaciju sagledane šanse. Odluke u kontekstu poslovnog plana su donete sa sigurnošću koja proizilazi iz postavljenih teških pitanja za koja je nađen odgovor.

Grafikon 6-1. ilustruje 10 faza akvizicionog procesa. Ove faze potpadaju pod dva razdvojena seta aktivnosti (pre i posle odlučivanja o kupovini). Faza pregovaranja smatra se glavnom fazom procesa. Samo pregovaranje se sastoji iz četiri međusobno povezane i istovremene aktivnosti. Odluka o kupovini ili odustajanju od iste je upravo rezultat kontinuelne iteracije četiri aktivnosti pregovaranja. Ako pretpostavimo da smo se odlučili i sproveli transakciju, cena plaćena za target je zapravo utvrđena tokom faze pregovaranja. Faze akvizicionog procesa su sledeće:[128]

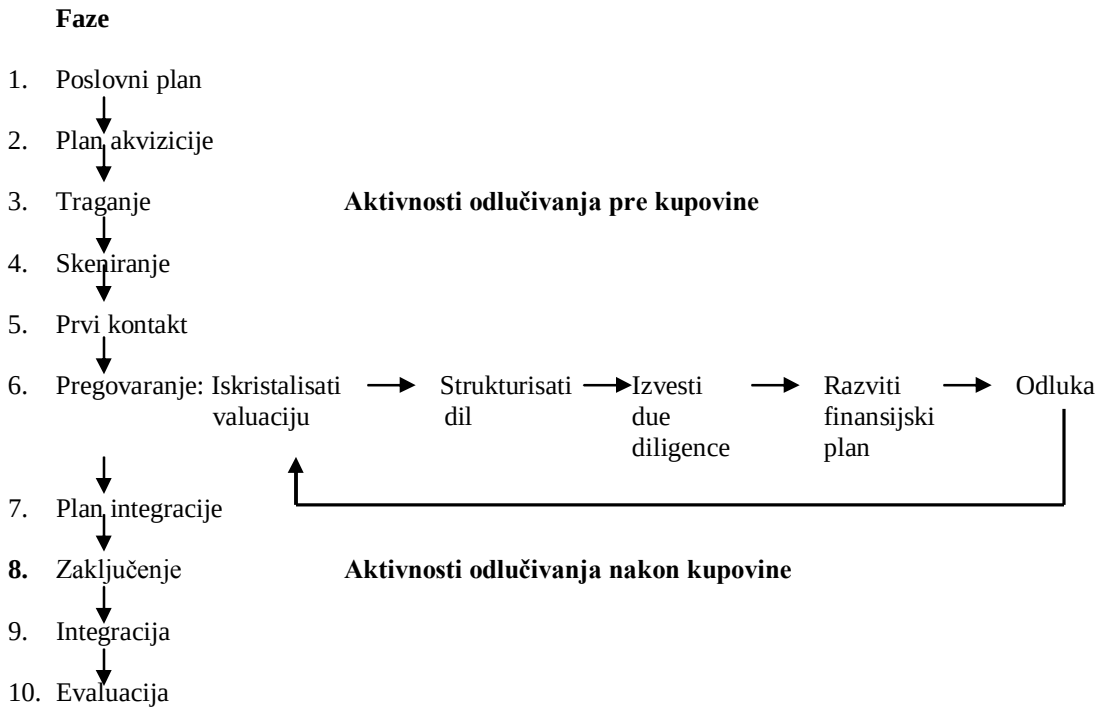
Faza 1: Razvoj strateškog plana za celokupno poslovanje (Poslovni plan).
Faza 2: Razvoj plana akvizicije u vezi sa poslovnim planom (Plan akvizicije).
Faza 3: Aktivna potraga za kandidatima za akviziciju (Traganje).
Faza 4: Skeniranje i selekcija potencijalnih kandidata (Skeniranje).
Faza 5: Iniciranje kontakta sa targetom (Prvi kontakt).
Faza 6: Iskristalisati valuaciju, strukturisati dil, izvesti due diligence[129] i razviti finansijski plan (Pregovaranje).
Faza 7: Razvoj plana za integraciju pripojenog poslovanja (Plan integracije).

[128] D. M. DePamphilis, , *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 136

[129] Pojam *due diligence* se odnosi na temeljno finansijsko i poslovno istraživanje neke kompanije. U kontekstu M&A transakcija, due diligence podrazumeva kompletno ispitivanje kompanije kao targeta u potencijalnom merdžeru ili akviziciji. Temeljno istraživanje ciljne kompanije odnosi se na njen menadžment, imovinu, dugove, analizu eksternog okruženja, finansijske performanse, poreska pitanja, ljudske resurse, klijente, tržište itd.

Faza 8: Pribaviti sva neophodna odobrenja, rešiti sve probleme posle zaključenja i sprovesti zaključenje (Zaključenje dila).
Faza 9: Implementacija integrisanja (Integracija).
Faza 10: Sprovođenje postintegracione evaluacije akvizicije (Završna evaluacija).

Grafikon 6-1. Dijagram toka akvizicionog procesa



Izvor: D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activitie:, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 136

Proces bankarskog merdžera ili akvizicije može pratiti iste ove faze, a za potrebe našeg izlaganja, proces ćemo posmatrati kroz tri šire faze, sa podelementima. Naime, proces bankarskog merdžera ili akvizicije možemo posmatrati kroz sledeće faze:[130]

- strategijsku fazu,
- fazu pregovaranja i ispitivanja i
- fazu finalizacije i integracije dve banke.

[130] Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers and Acquisitions: The Fair Value Approach,* John Wiley & Sons., 2001., šire str. 303-314

6.3. Strategijska faza

6.3.1. Opšti strategijski plan

U ovoj fazi merdžera i akvizicije postavlja se strategija razvoja banke, kojom se definiše pravac daljeg razvoja banke i određuju njeni dugoročni ciljevi, obično za period od tri do pet godina. Strategijskim planom se određuje u kojim poslovnim i geografskim sektorima će banka poslovati, koliki je volumen povećanja bilansne sume projektovan, kako će biti obezđeni izvori finansiranja i posebno, povećanje akcijskog kapitala banke, kakvi su sistemi distribucije proizvoda i usluga, na koji se tržišni segment privrede i stanovništva banka usmerava, kakva je informaciona tehnologija banci potrebna radi podržavanja rastuće aktivnosti, obim i struktura zaposlenih u narednom periodu, planirana stopa profita prema aktivi i prema akcijskom kapitalu itd.

Plan mora početi sa procenom snaga i slabosti banke na svim područjima rada: finansija, menadžmenta, operacija, produktivnosti, tržišne pozicije i sl., sa ciljem razvoja realističnog poslovnog plana (primenom SWOT analize). Kada banka upozna svoje interno i eksterno okruženje, u stanju je da postavi osnovne strategijske ciljeve. Oni su dugoročni i određuju glavni pravac poslovanja organizacije. Pri tome se definišu načini i sredstva kojima će biti ostvareni strategijski ciljevi. Alternative su brojne, a merdžeri i akvizicije su jedna od njih. Dakle, merdžeri i akvizicije predstavljaju način za postizanje poslovnih ciljeva, a ne cilj sam po sebi.

Nakon što je odabran adekvatan pristup za postizanje cilja, razvijaju se taktički operativni planovi koji služe za implementaciju odabranog pristupa. Vid taktičkog operativnog plana je plan merdžera/akvizicije koji mora biti u skladu sa opštim ciljevima banke.

Bitno je da efektivan M&A program bude u skladu sa korporativnom strategijom. Mnoge kompanije smatraju da prate izabranu korporativnu strategiju, čak i kada veza između M&A dilova i strategije nije dovoljno konkretna. Umesto toga, neophodno je jasno dokumentovati kako konkretan dil doprinosi realizaciji strategije razvoja kompanije. Specifičan dil mora biti u vezi sa strategijskim ciljevima kompanije, kao što su tržišni udeo ili sposobnost kompanije da izgradi vodeću poziciju na tržištu. Jasni ciljevi ohrabruju kompanije na poduzimanje proaktivnih dilova i pomažu izgradnji adekvatne platforme za rast i razvoj.[131]

6.3.2. Plan merdžera ili/i akvizicije

Kada je usvojena poslovna strategija kompanije, sledeći korak je formiranje tima koji će raditi na razvijanju programa merdžera i akvizicija. Tim bi morao da bude formiran izborom najboljih bančinih menadžera i zaposlenih u različitim oblastima poslovanja.

[131] Robert T. Uhlaner, Andrew S. West, Running a winning M&A shop, *McKinsey Quarterly*, March 2008.

Takođe, značajna može biti spoljna pomoć pravnika, strategijskih konsultanata, investicionih bankara, eksperata za odnose sa javnošću i sl.

Primer 6-1 . Pregled sadržaja akvizicionog plana

1. Ciljevi plana. Identifikovati specifične ciljeve akvizicije. Treba se postaviti ciljevi koje je potrebno ostvariti (smanjenje troškova, pristup novim klijentima, itd.) i obrazložiti kako je njihovo ostvarenje značajno kompaniji akvizitoru kako bi uspešno implementirali poslovnu strategiju.

2. Raspored. Napraviti raspored do kojeg treba akvizicija uključujući postizanje integracije ciljne kompanije.

3. Evaluacija resursa kupačkog. Izvršiti evaluaciju finansijskih i nefinansijskih sposobnosti akvizitora. Odrediti maksimalne cene koje akvizitor želi platiti za ciljnu kompaniju i objasniti kako se do ove vrednosti došlo.

4. Preferencije menadžmenta. Naglasiti preferencije akvizitora za prijateljskom akvizicijom, ugroženim akcijama akvizicije ili kombinacije ovih dvaju strategija.

5. Plan izbora ciljne kompanije. Razviti kriterijume identifikacije potencijalnih ciljnih kompanija i obrazložiti plan potrage, zašto je taraca odabrati i kako pristupiti prvi kontakt.

6. Sporazumi prezentacije. Identifikovati glavni plan za akviziciju i ciljnu kompaniju. Predložiti strukturu dila koja na najbolji način zadovoljava potrebe obe kompanije. Dati komentar o karakteristikama strukture dila, kao sa su organizacija nakon zaključenja dila, sredstva finansiranja dila. Navesti kako se, u slučaju, gep, uvedu cene kupačke kompanije nakon kupovine akcija.

7. Odrediti poziciju u pregovorima. Naglasiti prioritete za nastavak pregovora, bilans snaga u pregovorima, tehnike za obe kompanije, a ukoliko se konsultuju eksperti, da li bez uticaja eksperta nastaviti. Odrediti minimum i maksimum cene koju bi akvizitor platio da plati za ciljnu. Identifikovati poslednji cenu ponude i njene strukture.

8. Plan finansiranja. Kreirati potrebnu kapitalizaciju. Identifikovati izvore. Odrediti da li prodaja cene može biti finansirana bez ugrožavanja kreditne sposobnosti kombinovane kompanije.

9. Plan integracije. Identifikovati potencijalne izvore integracije i moguće troškove.

Izvor: D. M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions,* Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005., str. 163

Plan akvizicije komunicira namere višeg menadžmenta koje su izražene kroz ciljeve i preferencije menadžmenta.[132]

Ciljevi menadžmenta. Ciljevi određeni planom akvizicije u potpunosti moraju biti konzistentni sa strategijskim ciljevima kompanije. Ciljevi akvizicionog plana obuhvataju finansijska i nefinansijska razmatranja.

Finansijski ciljevi akvizicionog plana mogu podrazumevati određivanje minimalne stope prinosa na operativni profit, ciljeve vezane za novčane tokove koji moraju biti ostvareni u određenom vremenskom periodu.

Nefinansijski ciljevi se odnose na motivaciju neophodnu za realizaciju finansijskih povraćaja određenih u poslovnom planu. Oni mogu biti sledeći:

- dobijanje prava na proizvode, patente, brendove,
- obezbeđenje šansi za rast na postojećim ili sličnim tržištima,
- razvoj novih kanala distribucije na postojećim ili novim tržištima,
- dobijanje dodatnih proizvodnih kapaciteta,
- stvaranje dodatnih R&D sposobnosti.

Tržišna analiza. Ukoliko ciljna kompanija posluje na istom tržištu kao i kompanija akvizator, nema potrebe da se sprovode suvišne eksterne i interne procene, jer je to učinjeno u poslovnom planu akvizatora. Ukoliko to nije slučaj i ukoliko akvizator ulazi na novo tržište, neophodne su kompletne procene i analize novog tržišta.

Raspoloživost resursa. Na samom početku akvizicionog procesa za kompaniju je važno da odredi maksimalnu količinu raspoloživih resursa koju može nameniti merdžeru ili akviziciji. Ova informacija je od koristi pri postavljanju kriterijuma za izbor targeta, pre nego počne potraga za potencijalnim ciljnim kompanijama. Finansijska teorija nalaže da je firma u principu u stanju da pribavi dovoljno sredstava za akviziciju, ukoliko akvizator može da ostvari stopu prinosa najmanje u visini cene kapitala. U praksi, tolerancija rizika od strane višeg menadžmenta igra važnu ulogu u određivanju koliko akvizator može izdvojiti za merdžer ili akviziciju.

Kada se donosi odluka o akviziciji, viši menadžment se suočava sa tri osnovna tipa rizika.[133]

Operativni rizik. Odnosi se na sposobnost akvizatora da rukovodi pripojenom kompanijom. Operativni rizik je veći kod M&A kompanija koje imaju različite ili nepovezane osnovne poslovne delatnosti.

Finansijski rizik. Odnosi se na spremnost i sposobnost akvizatora da izvrši leveridž transakcije, kao i spremnost akcionara da prihvate razvodnjavanje prinosa po akciji. Da bi

[132] D. M. DePamphilis, šire str. 159-162

[133] D. M. DePamphilis, str. 161

održao odgovarajući kreditni rejting, akvizator mora da održi određeni nivo vrednosti finansijskih pokazatelja, kao što su odnos duga prema kapitalu i koeficijenta pokrića troškova kamata.

Rizik preplaćivanja. Odnosi se na razvodnjavanje EPS-a ili smanjenja stope rasta kompanije, što proizilazi iz plaćanja značajno veće cene za ciljnu kompaniju nego što je njena ekonomska vrednost. Ovakvi efekti mogu trajati godinama.

6.3.3. Kriterijumi za izbor kandidata za merdžere ili akvizicije

Banka akvizator mora postaviti kriterijume selekcije potencijalnih kandidata (targeta). Neki od mogućih kriterijuma su: veličina (obično mereno veličinom aktive ili depozita), lokacija, kvalitet portfolija kredita, miks aktive, struktura obaveza, nivo kapitalne adekvatnosti, tržišna pozicija itd.

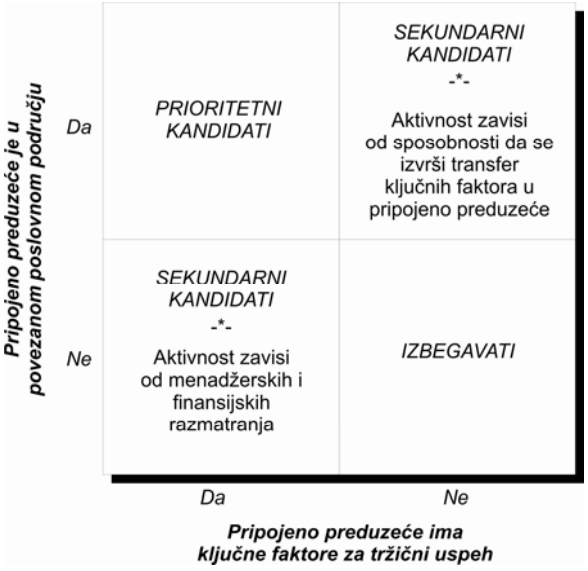
Identifikacija kandidata. Kriterijumi za odabir kandidata pružaju okvir iz kojeg potencijalni kandidati mogu biti selektovani. Javno dostupni finansijski podaci i informacije otkrivaju mnogo o ciljnoj instituciji. Na toj osnovi dobija se uvid u strategije, na primer iz strukture portfolija kredita o orijentaciji banke (stanovništo vs. privredni sektor). Druge nefinansijske podatke moguće je dobiti radom na terenu, te na taj način ispitati sisteme distribucije usluga, cenovnu filozofiju, proizvodni miks i sl.

Analiza kandidata. Kada je lista potencijalnih kandidata svedena na njih nekoliko, moguće je uraditi detaljnije analize. Prva analiza je detaljan pregled finansijskih uslova banke. Ispitivanje petogodišnjeg trenda može poslužiti za identifikovanje snaga i slabosti. Takođe, potrebno je analizirati konkurentsko okruženje i tržište. Treba ispitati ekonomsku aktivnost i demografske karakteristike tržišta ciljne kompanije kako bismo odredili njene šanse za rast i ekspanziju.

Potencijalne ciljne kompanije ocenjuju se putem dva osnovna kriterijuma: raspoloživosti osnovnih faktora za poslovni uspeh i povezanosti područja poslovanja. Pri tome se mogu dobiti četiri moguće situacije. Ukoliko postoje ključni faktori za tržišni uspeh i povezanost poslovnih područja, takva preduzeća dolaze u obzir za pripajanje. Ako je potencijalna ciljna kompanija u istom području poslovanja, ali nema ključne faktore za uspeh, ona spada u sekundarnu grupu kandidata. Njena atraktivnost zavisi od mogućnosti transfera ključnih faktora uspeha. Ako kandidat poseduje ključne faktore uspeha, ali nije u povezanom poslovnom području, ulazi u sekundarnu grupu. Njegova atraktivnost zavisi od sposobnosti menadžerskog tima i finansijskog potencijala. Ukoliko ne postoje ni ključni faktori uspeha ni povezanost poslovanja sa kandidatom, takve projekte treba odbaciti (videti Sliku 6-2).[134]

[134] M. Milisavljević, *Savremeni strategijski menadžment*, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, 2005., str. 262

Slika 6-2. Pripajanje i konkurentska prednost



Izvor: M. Milisavljević, *Savremeni strategijski menadžment*, Megatrend Univerzitet, 2005., str. 262

Preliminarno vrednovanje. Na osnovu informacija iz prethodnog koraka, moguće je napraviti preliminarnu analizu vrednosti kandidata. Procena vrednosti bazirana je na javno dostupnim informacijama i tržišnim analizama i kao takva daje samo opšti okvir vrednosti kandidata.

6.4. Faza ispitivanja i pregovaranja

Druga faza procesa bankarskog merdžera ili akvizicije je ispitivanje ciljne kompanije i pregovaranje.

6.4.1. Strategija pregovaranja

Prvo je neophodno doneti odluku kako će biti napravljen prvi korak u kontaktiranju ciljne banke, koga kontaktirati, ko će načiniti kontakt u ime akvizatora i postaviti opšti pristup pregovorima. Prvi kontak sa ciljnom bankom obično dolazi od strane predsednika banke.

Pregovaranje je proces u kojem dve ili više strana, zastupajući različite interese, nastoje postići dogovor oko određenih pitanja. Korisna početna osnova svakog pregovaranja je određivanje zone neslaganja, što je ranije moguće. Ako smo odredili oblasti u kojima postoji isto mišljenje, oblasti rasprave je lako identifikovati. Tokom preliminarnih

pregovora akvizator i ciljna kompanija istražuju opšte ciljeve obe strane. Razgovara se o osnovnoj strukturi predložene transakcije, ali ne i o ceni, jer je cilj ove faze upoznati način razmišnjanja suprotne strane. Ako se cena i pominje, to se vrši samo okvirno. Ako bar jedna strana predloži okvirnu cenu, može se smatrati da je na pomolu postizanje konačnog dogovora.

6.4.2. Pregovaračke aktivnosti

Faza pregovaranja sastoji se iz četiri aktivnosti koje se sprovode istovremeno.[135]

1. *Korekcija procenjene vrednosti ciljne kompanije* – korekcija preliminarnog vrednovanja, koje je bilo polazna tačka u pregovaranju kupovne cene, na osnovu novijih informacija do kojih se došlo.

2. *Strukturisanje dila* – određivanje pravne pozicije ciljne kompanije posle akvizicije; vrste akvizicije u pogledu toga šta se kupuje (akcionarski kapital ili aktiva); načina finansiranja M&A dila (gotovinom, akcijama ili kombinacijom prethodna dva načina).

3. *Sprovođenje due diligence*. Obe strane uključene u transakciju sprovode posebno due diligence kako bi došle do što tačnijih procena potencijalnih rizika i prinosa.

4. *Izrada finansijskog plana*. Konačna aktivnost faze pregovaranja odnosi se na pravljenje bilansa stanja, uspeha i novčanih tokova kombinovane kompanije, koji moraju uključiti očekivane troškove finansiranja transakcije. Projektovani finansijski plan je glavni input za određivanje konačne kupovne cene. Akvizator može da prihvati kupovnu cenu do nivoa sadašnje vrednosti ciljne kompanije kao samostalnog entiteta uvećane za sinergiju koja se očekuje iz vlasničkog povezivanja akvizatora i targeta, diskontovanu cenom kapitala. Naime, finansijski opravdana investicija odnosno akvizicija postoji ukoliko je neto sadašnja vrednost veća ili jednaka nuli.

6.4.3. Due diligence

Ovaj korak je najkritičniji u procesu sprovođenja merdžera ili akvizicije i predstavlja detaljnu analizu ciljne banke kako bi se obezbedila adekvatna procena performansi i vrednosti od strane akvizatora. Podrazumeva analizu kvaliteta aktive ciljne banke, investicija, organizacione strukture, operacija, menadžmenta, nepokretnosti, upravljanja aktivom i pasivom, bazu potrošača, tržišnu poziciju, izloženost kamatnom riziku, upravljanja gotovinom itd. Veoma detaljna analiza finansijskih izveštaja treba da utvrdi

[135] D. M. DePamphilis, šire str. 186-195

da su svi dati finansijski podaci u skladi sa opšteprihvaćenim računovodstvenim pravilima.

Due diligence daje odgovor na pitanje: ”Da li plaćamo odgovarajuću cenu?” i na pitanje: ”Da li kupujemo odgovarajuću kompaniju?” ili drugačije rečeno: ”Da li plaćamo odgovarajuću cenu za odgovarajuću kompaniju?”[136]

6.4.4. Pismo o namerama

Ukoliko pregovori rezultuju pozitivnim ishodom, akvizator upućuje ciljnoj kompaniji pismo o namerama (Letter of Intent). Pismo o namerama nije pravno obavezujući dokument i sadrži okvirno iskazanu kupovnu cenu, obavezuje na poverljivost, zabranjuje targetu da traži druge ponude i određuje vreme u kojem bi transakcija bila ili kompletirana ili otkazana.

6.5. Faza finalizacije i integracije

6.5.1. Finalni dogovor

Finalni dogovor je formalni i detaljni dokument koji precizira uslove transakcije. Dogovor je u formi kompleksnog pravnog dokumenta koji sadrži sve potrebne podatke u vezi sa uslovima, obavezama i odgovornostima obe ugovorne strane.

6.5.2. Odobrenje akcionara i regulatornih tela

Svaki merdžer ili akvizicija zahteva odobrenje od strane regulatornih tela. Kriterijumi koji se koriste za procenu merdžera ili akvizicije su slični za sve regulatorne vlasti. Prvi kriterijum odnosi se na *sigurnost i stabilnost* kombinovane banke. Ovaj kriterijum razmatra rezultujuće finansijske uslove kombinovane banke, posebno CAMEL faktore – kapital (capital), kvalitet aktive (asset quality), menadžment (management), profit (earnings) i likvidnost (liquidity).[137] Drugi regulatorni kriterijum je *antitrustovski*, pri čemu se razmatraju efekti merdžera ili akvizicije na konkurentnost i koncentraciju ekonomske snage kombinovane banke. Treći kriterijum regulatorne vlasti odnosi se na *društveni uticaj* predloženog kombinovanja. Cilj je da se spreče negativni uticaji u smislu smanjenja ponude usluga i pogodnosti za društvenu zajednicu. Pored odobrenja regulatornih tela, potrebno je dobiti saglasnost akcionara ciljne kompanije i akvizatora.

---

[136] “Due Diligence: Truth or Consequences in Mergers and Acquisitions”, Towers Perrin, 2000.

[137] Zabihollah Rezaee, *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions*, Wiley & Sons, Inc., 2001., str. 312

6.5.3. Finalni pregled transakcije

Zbog kompleksnosti transakcija bankarskih merdžera i akvizicija, vreme koje protekne od faze due diligence do prikupljanja svih odobrenja traje oko šest meseci i duže. Stoga je korisno napraviti još jedan pregled projektovane transakcije kako bi se potvrdile sve bitne činjenice, naime da nije došlo do značajnijih (negativnih) promena kod ciljne banke.

6.5.4. Finalizacija transakcije

Kada su dobijena sva potrebna odobrenja, transakcija može biti zaključena. Prelazi se na finansiranje transakcije i promenu vlasništva nad ciljnom bankom. Konačni zadatak procesa je ujedno i najznačajniji, a odnosi se na integraciju dva eniteta u jednu celinu.

6.5.5. Integracija

Uspešna integracija dva entiteta je od ključnog značaja u realizaciji potencijalnih sinergija M&A projekta. Još u fazi due diligence neophodno je doneti odluku o stepenu potrebne i željene integracije dve banke. Da li će i u kojoj meri doći do poslovne integracije dva entiteta zavisi od ciljeva akvizatora, kao i od konkretnih okolnosti, pri čemu postoje sledeće četiri opcije:[138]

- *Odvojenost* (Hands-off): Ciljna banka zadržava funkcionisanje i organizaciju kao i pre transakcije, uz integrisanje finansijskih izveštaja sa akvizatorom.

- *Koordinacija* (Coordinate Activities): Opcija koja kombinuje direktne i prostije elemente dva enititeta (reviziju, benefite za zaposlene i sl.), dok glavne aktivnosti i organizacioni sistemi ostaju odvojene.

- *Integracija pratećih aktivnosti* (Back Room Consolidation): Opcija po kojoj se integrišu samo prateće aktivnosti, dok glavne aktivnosti - i posebno odnosi na klijentima - ostaju odvojene.

- *Apsorpcija* (Intervention): Potpuna integracija dve organizacije. Na ovaj način ciljna banka praktično postaje filijala akvizatora.

Prema tome, integracioni plan jasno definiše organizacionu strukturu kombinovane kompanije, uključujući odgovarajuće funkcionalne odgovornosti na planu marketinga, računovodstva, upravljanja ljudskim resursima itd. Proces integracije je dugoročan proces

[138] Zabihollah Rezaee, str. 313

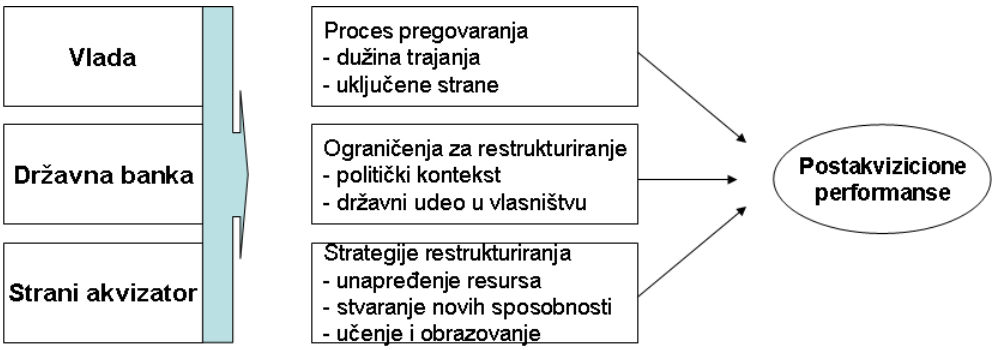
sa brojnim planskim aktivnostima kao što su downsizing[139], eliminisanje dupliranih opštih troškova, konsolidovanje informacionih i računovodstvenih sistema itd. Međutim, bitno da se dovoljno brzo saopšte ciljevi integracije i nova strategija u koju se uklapa pripojena firma, kako bi se sprečila neizvesnost zaposlenih u pogledu zadržavanja radnih mesta. Integracioni plan takođe treba da predvidi godišnju postakvizicionu analizu da bi se utvrdilo da li su i u kojoj meri ostvareni ciljevi u pogledu rasta tržišnog udela, širenja spektra ponude, jačanja finansijske pozicije, uvećanja akcionarske vrednosti itd.

6.6. Specifičnosti projektovanja privatizacionih akvizicija

Ulaskom na bankarske sektore zemalja u tranziciji zapadnoevropske banke su se susrele sa drugačijim institucionalnim okruženjem, koje predodređuje strateške poslovne šanse i mogućnost transfera proverenih praksi i organizacionih koncepata sa razvijenih tržišta. Sledi, da se na tržištima zemalja u razvoju primenjuju strategije koje se razlikuju od onih na razvijenim tržištima, te da strategije koje su na jednom tržištu uspešne ne moraju nužno biti uspešne na drugom.

Kako su kod prizatizacionih akvizicija na stranih prodavca državnih banaka nalazi država, uspeh transakcije zavisiće od karakteristika ciljne banke, banke akvizatora, ali i državne politike. Sledeći grafikon daje perspektivu procesa privatizacione akvizicije i faktora koji imaju ključan uticaj na postakvizicione performanse poslovanja akvizatora.

Slika 6-3. Perspektiva procesa privatizacione akvizicije



Izvor: K. Meyer, „Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies“, *Journal of World Business*, 37, no. 4, 2002.

[139] Downsizing se sastoji u smanjenju obima poslovanja organizacije, što može da bude povezano sa sužavanjem hijerarhije u organizacionoj strukturi. Videti šire: J.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. Gilbert, *Management*, Prentice Hall, 1995., str. 328.

Banka akvizator ima za cilj da ostvari poslovanje koje kreira vrednost. Uspeh ili neuspeh akvizicije ocenjuje se na osnovu ostvarenih performansi u pogledu kreirane vrednosti za matičnu banku. Ostvarena vrednost se najčešće meri u formi ostvarenih profita, ali takođe uključuje benefite koji su ostvareni na segmentima podele znanja ili uvećanja tržišnog udela, šta dalje omogućava veću ekonomiju obima poslovanja za banku u celini.

Postakvizicione performanse zavisiće od procesa i događaja koji su prisutni pre i posle akvizicije. Teorija naglašava da uspešna postakviziciona integracija nalaže primenu odgovarajuće strategije i njeno kreiranje, čak i pre zaključenja dila. Međutim, u slučaju privatizacionih akvizicija, proces pregovaranja je najčešće kompleksan, dugotrajan i uključuje više interesnih strana. U pregovarački proces uključena je država koja nastoji da maksimizira finansijske prihode iz privatizacije, ali i da ispuni određene socijalne ciljeve (daljih investicionih ulaganja ili garancije za zaposlene). Dodatno, vrednovanje banaka je otežano nedovoljno razvijenim tržištem kapitala i postojanjem značajnog procenta neperformansnih zajmova koji se nalaze u bilansima banaka. Ovde privatizacioni proces predstavlja fazu gde se odlučuje o postakvizicionoj strategiji.

6.7. Metode finansiranja akvizicija

Pitanje metoda finansiranja transakcije je od izuzetnog značaja, s obzirom na implikacije koje ima na širok spektar aspekata poslovanja kombinovane kompanije. Kao osnovne načine finansiranja M&A transakcija možemo navesti finansiranje gotovinom, finansiranje akcijama i kombinaciju ova dva metoda.

Ono što je interesantno kod akvizicija, sprovedenih 1990-tih godina, je način na koji su finansirane. U 1988. godini je skoro 60% vrednosti krupnijih dilova – onih preko $100 miliona – finansirano u potpunosti gotovinom. a samo je 2% finansirano razmenom akcija. Deset godina kasnije ovaj profil je u potpunosti promenjen: 50% vrednosti krupnijih dilova je plaćeno akcijama, a samo 17% gotovinom.[140]

Tabela 6-1. pokazuje broj ukupnih evropskih M&A transakcija i metoda na koji su finansirane u periodu od 1990. do 2002. godine (sve zemlje izuzev UK).[141]

[140] A. Rappaport, M. L. Sirower,"Stock or Cash?: The Trade – offs for Buyers and Sellers in Mergers and acquisitions", *Harvard Buseiness Review on Mergers and Acquisitions*, 2001., str. 75

[141] Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall, 2003., str. 380

Tabela 6-1. Metodi plaćanja kod evropskih M&A transakcija (izuzev UK) od 1990. do 2002. godine

Godina	Samo gotovina		Samo akcije		Miks gotovine i akcija	
	Broj	Ukupna vrednost ($ milijardi)	Broj	Ukupna vrednost ($ milijardi)	Broj	Ukupna vrednost ($ milijardi)
1990	55	16,8	9	13,8	53	4,9
1991	71	18,2	9	5,2	104	6,5
1992	99	16,3	13	4,1	99	4,3
1993	105	25,5	11	7,8	90	6,8
1994	102	17,1	14	3,6	93	1,5
1995	155	22,6	15	12,8	108	9,4
1996	151	30,5	21	43,6	103	12,9
1997	147	44,9	29	62,2	84	14,8
1998	171	41,8	31	92,6	118	40,9
1999	280	62,9	49	203,2	147	284,8
2000	267	40,7	50	90,5	144	29,4
2001	196	49,2	28	11,7	84	48,3
2002	80	11,8	1	0	35	0,4
Ukupno	**1880**	**398,5**	**280**	**550,9**	**1262**	**464,9**

Izvor: Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall, 2003., str. 380

Podaci ukazuju da je došlo do povećane upotrebe svih metoda finansiranja, ali da je finansiranje akcijama kao i miks gotovine i akcija daleko preferabilniji način finansiranja transakcija, koje su krajem 1990-ih godina postale krupnije.

Ove promene su imale jak uticaj na akcionare akvizatora i ciljnih kompanija. Kod gotovinskog plaćanja su uloge obe strane jasne, te razmena novca za akcije okončava jednostavan transfer vlasništva. Međutim, kod razmene akcija manje je jasno ko je prodavac, a ko kupac. Naime, akcionari pripojene kompanije postaju akcionarski vlasnici kompanije koja je kupila njihove akcije. Kompanije koje svoje akvizicije plaćaju akcijama dele vrednosti i rizik transakcije sa akcionarima kompanije koju preuzimaju. Odluka o finansiranju akcijama umesto gotovinom može imati jak uticati na prinose akcionara obe kompanije. U studijama koje pokrivaju više od 1200 dilova, istraživači su konstantno potvrđivali da nakon najave dila, akcionari akvizatora prolaze lošije, ukoliko je transakcija finansirana akcijama umesto gotovinom.[142]

Glavne razlike između transakcija finansiranih gotovinom i onih finansiranih akcijama su sledeće. Kod transakcija finansiranih gotovinom, akcionari akvizatora preuzimaju celokupan rizik da očekivana vrednost sinergije, ugrađena u plaćenu premiju, neće biti realizovana. Kod transakcija finansiranih akcijama taj rizik je podeljen sa akcionarima ciljne kompanije. Preciznije formulisano, kod transakcija finansiranih akcijama rizik

[142] A. Rappaport, M. L. Sirower,"Stock or Cash?: The Trade – offs for Buyers and Sellers in Mergers and acquisitions", *Harvard Buseiness Review on Mergers and Acquisitions*, 2001., str. 75

ostvarenja projektovane sinergije deli se proporcionalno udelima kompanija u kombinovanoj kompaniji.

Tabela 6-2. Distribucija rizika između akvizatora i ciljne kompanije[143]

	Tržišni rizik pre zaključenja dila	Tržišni rizik nakon zaključenja dila
Finansiranje gotovinom		
Akvizator	Sav	Sav
Ciljna kompanija	Nikakav	Nikakav
Finansiranje fiksnim brojem akcija		
Akvizator	Očekivani % vlasništva	Stvarni % vlasništva
Ciljna kompanija	Očekivani % vlasništva	Stvarni % vlasništva
Finansiranje fiksnom vrednošću akcija		
Akvizator	Sav	Stvarni % vlasništva
Ciljna kompanija	Nikakav	Stvarni % vlasništva

Izvor: A. Rappaport, M. L. Sirower,"Stock or Cash?: The Trade – offs for Buyers and Sellers in Mergers and acquisitions", *Harvard Buseiness Review on Mergers and Acquisitions*, 2001., str. 85

Kako je po pravilu akvizatorska kompanija veća od ciljne kompanije, te akcionari ciljne kompanije dobijaju znatno manji udeo u kombinovanoj kompaniji. Kako dokazi istraživanja pokazuju, finansiranje akcijama je popularnije kod većih dilova. U takvim situacijama, potencijalni rizici za akcionare ciljne kompanije su veći.

6.7.1. Fiksni broj akcija ili fiksna vrednost?

Kod finansiranja akcijama postoje dva načina strukturiranja ponude za razmenu akcija, te izbor načina finansiranja ima značajan uticaj na oba seta akcionara. Kompanije mogu emitovati ili fiksan broj akcija ili ići na fiksnu vrednost akcija.[144]

Fiksni broj akcija. Kod ovakvih ponuda, broj akcija koje će akvizator emitovati je određen, ali vrednost transakcije može da osciluje od dana najave do datuma zaključenja dila, u zavisnosti od kretanja cene akcije akvizatora. Ove promene utiču na akcionare akvizatora i ciljne kompanije, ali promena cene akcija akvizatora neće uticati na proporcionalno vlasništvo dva seta akcionara u kombinovanoj kompaniji. Kod finansiranja fiksnim brojem akcija, akcionari ciljne kompanije su posebno osetljivi na pad cene akcija akvizatora, jer nose deo rizika promene cene od trenutka najave dila.

[143] A. Rappaport, M. L. Sirower, str. 85

[144] A. Rappaport, M. L. Sirower, str. 81

Fiksna vrednost akcija. Drugi način strukturiranja ponude finansiranja akcijama je da akvizator odredi fiksnu vrednost akcija. Kod ovakvih dogovora, broj izdatih akcija nije fiksiran do dana zaključenja dogovora i zavisiće od trenutne cene akcija. Kao rezultat, proporcionalno vlasništvo nad kombinovanom kompanijom ostaje neizvesno sve do zaključenja dila. Kod ovakvog načina finansiranja, akvizator snosi sav rizik cene svojih akcija od najave do zaključenja dila. Ako cena padne, akvizator mora emitovati dodatne akcije, kako bi ciljnoj kompaniji isplatio ugovorenu vrednost fiksnog iznosa. Tako akcionari akvizatora moraju da prihvate manji udeo kombinovane kompanije. Obrnuto, akcionari ciljne kompanije su više zaštićeni kod ovakvih dilova; oni nisu izloženi gubitku vrednosti posle zaključenja dila.

6.7.2. Procene kompanije akvizatora

Menadžment i odbor direktora akvizatora moraju da razmotre tri ekonomska pitanja pre nego što se opredele za način finansiranja akvizicije. Prvo, da li su akcije akvizatora na tržištu potcenjene, realne ili precenjene? Drugo, koliki je rizik da se neće ostvariti očekivana sinergija (koja je uračunata u premiju)? Treće, koliko je verovatno da će pre zaključenja dogovora doći do pada cene akcija akvizatora? Odgovori na ova pitanja utiču na odluku o finansiranju transakcije akcijama ili gotovinom kao i na odluku o plaćanju fiksnim brojem akcija ili fiksnom vrednošću akcija.[145]

Vrednovanje akcija akvizatora. Ukoliko akvizator veruje da je tržište potcenilo njegove akcije, trebalo bi da akviziciju finansira putem gotovinskog plaćanja. Ukoliko bi u ovom slučaju akvizator izvršio finansiranje akvizicije putem emisije dodatnih akcija, došlo bi do negativnih imovinskih efekata za postojeće akcionare akvizatorske kompanije. Naime, tržište tumači emitovanje akcija akvizatora kao znak da menadžment kompanije veruje da su akcije precenjene. U tom slučaju može da dođe do pada cene akcija akvizatora.

Rizici sinergije. Odluka o finansiranju gotovinom ili akcijama šalje signal o akvizatorovoj proceni rizika realizacije sinergije iz dila. Ako je akvizator uveren u pozitivan ishodu realizacije sinergije, trebalo bi da transakciju finansira gotovinom. U tom slučaju njegovi akcionari ne bi očekivane koristi delili sa akcionarima ciljne kompanije. Ali ako menadžeri akvizatora smatraju da postoji dosta visok rizik ostvarivanja projektovane sinergije, oni će pokušati da deo tog rizika hedžuju kroz finansiranje akcijama.

Tržišni rizik pre zaključenja dila. Ukoliko se akvizator opredelio da transakciju finansira akcijama, on mora da odluči da li će da ponudi fiksnu količinu ili fiksnu vrednost akcija. Ta odluka zavisi od procene rizika promene cene akcija akvizatora u periodu između najave i zaključenja dila. Istraživanja su pokazala da tržište nagrađuje odlučnost i samopouzdanje akvizatora u pogledu cene svojih akcija, kao i želju da snosi veći tržišni rizik pre zaključenja dila. Samouvereni akvizator u principu nudi fiksnu

[145] M. Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., šire str. 116-117.

vrednost akcija, što znači da je ciljna kompanija sigurna da dobija određenu tržišnu vrednost, dok akvizator snosi celokupan efekat eventualnog pada cene svojih akcija posle zaključenja dila. Ako tržište poveruje u realističnost ponude, može doći i do rasta cene akcija akvizatora, u kom slučaju akvizitor emituje manji broj akcija za plaćanje targetu.

6.7.3. Procene ciljne kompanije

Kod finansiranja akvizicije putem razmene akcija, top menadžment ciljne kompanije treba da proceni buduću vrednost sopstvenih akcija (ako ne dođe do akvizicije) sa budućom vrednošću akcija akvizatora (ako dođe do akvizicije). Pri tome se pretpostavlja da akvizator nudi targetu veću otkupnu cenu akcija u odnosu na tekuću berzansku cenu, što predstavlja akvizicionu premiju. Takođe, top menadžment ciljne kompanije treba da uzme u obzir razliku između projektovane stope prinosa na akcije targetne firme (pod pretpostavkom da ne dođe do akvizicije) i projektovane stope prinosa akvizatora (pod pretpostavkom da bude prihvaćena akvizicija). Posebno je značajna projektovana stopa akvizatora posle izvršene akvizicije, jer ona sadrži benefite projektovane sinergije. Na taj način je top menadžment targeta, ako prihvati akviziciju, takođe zainteresovan da projektovana akvizicija bude profitabilna investicija. Naime, akcionari ciljne kompanije postaju partneri i post-akvizicionoj kompaniji i dele sve pozitivne i negativne efekte njenog poslovanja.[146]

[146] M. Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, str. 117-118.

GLAVA 7:

POSTAKVIZICIONA INTEGRACIJA

POSTAKVIZICIONA INTEGRACIJA

Osnovni koncept postakvizicione integracije
Proces postakvizicione integracije
Uloga integracionog menadžera
Reinženjering poslovnih procesa
Studije slučajeva
Principi uspešnih integracija

7.1. Osnovni koncept postakvizicione integracije

Nakon finalizacije transakcije, potrebno je napore usmeriti na realizaciju ciljeva vezanih za stvaranje vrednosti iz merdžera ili akvizicije. Od vrste transakcije i strategijskih motiva za stvaranje vrednosti iz transakcije, zavise mere postakvizicione integracije. Integracija dve kompanije ne zasniva se samo na promeni organizacione strukture kombinovane kompanije, već i na integraciji sistema, procesa, procedura, strategije itd. Još je važnija integracija ljudi. Integracija dve organizacije zahteva kod ljudi promenu načina razmišljanja i ponašanja, što nije ni malo jednostavno.

U strategijskom i finansijskom pogledu merdžer ili akvizicija često dobro izgledaju kao projekti, ali konkretni rezultati mogu da budu razočaravajući. Ne radi se samo o tome da je često potrebno da prođe i nekoliko godina kako bi se realizovale očekivane sinergije. Još je nepovoljnije što kod dosta visoke stope merdžera i akvizicija ne dolazi do projektovane sinergije i do očekivanih performansi. Stoga je od izuzetnog značaja ne samo dobro projektovanje M&A nego i uspešno upravljanje postakvizicionim procesom.

Postakviziciona integracija je težak i kompleksan proces. Potrebno je realizovati brojne zadatke i aktivnosti za relativno kratko vreme. Potrebno je iskoristiti brojne šanse i doneti adekvatne odluke. Naročito je bitno sledeće: [147]

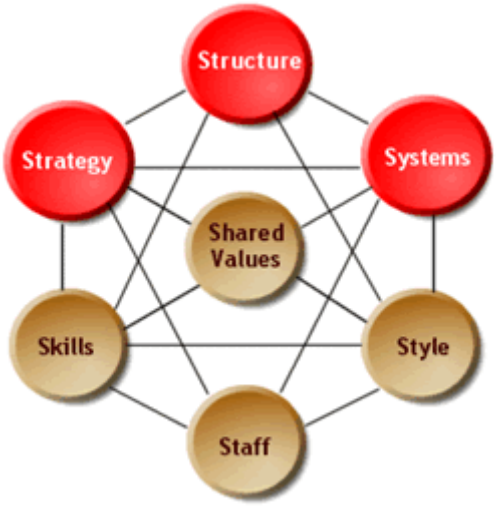
- Komunikacija novih strateških ciljeva i nove vizije kombinovane organizacije,
- Implementacija nove zajedničke korporativne kulture,
- Razvoj nove strukture menadžmenta u integrisanoj kompaniji,
- Spajanje ranije zasebnih jedinica obe organizacije,
- Prevazilaženje jezičkih i drugih kulturoloških različitosti,
- Alokacija odgovornosti itd.

[147] Oliver Recklies, *Vision as Key Factor in Merger Processes*, www.manager.org, 2001.

Po samom zaključenju M&A transakcije poželjno je da dođe do aktiviranja već pripremljenog programa postakvizicione integracije. Program je usmeren na realizaciju svih aktivnosti neophodnih za stvaranje vrednosti iz transakcije. Naravno, neki elementi programa se naknadno unose ili menjaju kako integracija odmiče, sa ciljem što adekvatnijeg delovanja u pravcu realizacije postavljenih ciljeva programa.

Međutim, ukoliko ne postoji vizija nove organizacije, svi napori i ulaganja padaju u vodu. Stoga vizija nove organizacije predstavlja polaznu osnovu svake dobre i uspešne integracije. Jedinstvena vizija je centralni element za dobijanje podrške svih učesnika. Još u fazi temeljnog istraživanja (due diligence) potrebno je sagledati šta kompanija može da ponudi svojim klijentima u budućnosti i kako potencijalni partner može dati odgovarajući doprinos. Način ostvarivanja postavljene misije i ciljeva, obuhvata poslovna strategija. Za formulisanje strategije i njenu implementaciju od izuzetnog je značaja *McKinsey 7-S model* (videti Sliku 7-1).

Slika 7-1. McKinsey 7-S model



Izvor: Thomas J. Peters, Robert H. Waterman Jr., *In Search of Excellence: Lessons form America's Best-Run Companies*, Harper Collins Publishers, 1992., str. 12

Inteligentan pristup organizovanju kombinovanih entiteta mora da tretira najmanje sedam nezavisnih promenljivih veličina: strukturu (structure), strategiju (strategy), ljude (staff), stil menadžmenta (style), sisteme (systems), veštine (skills) i zajedničke vrednosti, tj. kulturu (shared values). Tih sedam veličina formiraju McKinsey-ev 7-S model. Čvrste (hardverske) komponente modela su strategija, struktura i sistemi, a meke (softverske) komponente su ljudi, veštine, stil menadžmenta i kultura. Anthony Athos, jedan od kreatora modela, ukazao je da su čvrste komponente obično konceptualne, kvantifikativne i izvedene iz racionalnih analitičkih procesa.[148] S druge strane, meke komponente su kvalitativne i teško ih je meriti, ali su značajnije determinante

[148] R. Pascale, A. Athos, *The Art of Japanese Management*, Penguin, New Ed edition, 1986.

organizacionih performansi. To se pre svega odnosi na kulturu, koja odražava spremnost kompanije da prihvati i izvrši promene u načinu ponašanja i razmišljanja u kompaniji.

Model je koristan kao način razmišljanja o organizaciji, a njegova osnovna premisa je da navedene varijable i njihovi odnosi imaju snažan uticaj na determinisanje organizacionih performansi. Osnovna premisa modela je da performanse organizacije zavise od usklađenosti S-komponenti modela. Kompanije sa visokim performansama imaju usklađene S-komponente. Uloga modela je da stvori osnovu za usklađivanje ključnih faktora modela.

Inovativne kompanije imaju sposobnost da brzo prate relevantne promene. Uporedo sa promenama potreba klijenata, poboljšavanjem sposobnosti konkurenata, jačanjem međunarodne konkurencije i promenom regulatornih propisa, inovativne kompanije menjaju svoje strategije u smislu prilagođavanja novim okolnostima.[149]

Kako bi promena zaživela, a kombinovana kompanija krenula u kreiranje dodatne vrednosti, realizujući sinergije ili troškovne uštede, neophodno je sprovesti restrukturiranje preuzete kompanije ili kombinovane kompanije u celini. Pri tome je moguće primeniti jedan od dva osnovna analitička pristupa. Evolucioni pristup zasniva se na metodologiji *total quality management* (TQM). Revolucioni pristup zaniva se na metodologiji *business process reengineering* (BPR).[150] Da li će biti primenjen pristup postepenog ili skokovitog poboljšanja performansi nakon akvizicije zavisi od konkretnih okolnosti i prethodnih performansi preuzete firme odnosno od projektovanog poboljšanja performansi.

7.2. Proces postakvizicione integracije

Osnovne aktivnosti u okviru integracionog procesa su sledeće:[151]

- planiranje integracije,
- razvoj plana komuniciranja,
- stvaranje nove organizacije,
- razvoj kadrovskih planova,
- funkcionalna integracija i
- stvaranje nove korporativne kulture.

[149] Thomas J. Peters, Robert H. Waterman Jr., *In Search of Excellence: Lessons form America's Best-Run Companies*, Harper Collins Publishers, 1992., str. 12

[150] Milutin Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004, str. 69

[151] Donald DePamphilis, *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, 3rd edition, Elsevier Academic Press, 2005., šire str. 218-250

Planiranje integracije

Planiranje integracije omogućava kompaniji akvizatoru da precizira početne procene vrednosti ciljne kompanije i način na koji će rešavati tranziciona pitanja. U procesu planiranja stvara se postakviziciona organizaciona struktura potrebna za sprovođenje integracionog procesa. Pri njenom definisanju potrebno je uključiti članove pregovaračkog tima.

Postoje bar četiri koncepta o postakvizicionim problemima na sektoru finansijskih usluga. Prvi koncept se odnosi na stategijsko uklapanje (*strategic fit*) dva entiteta, koja dolaze u obzir za integraciju. Kompanije sa povezanim aktivnostima se lakše integrišu i obezbeđuju veće benefite od ekonomije obima, okvira i tržišne snage. Drugo stanovište naglašava ogranizaciono uklapanje (*organizational fit*) dva entiteta u smislu da su loše postakvizicione performanse M&A posledica organizacionih problema. Različiti ljudski i organizacioni faktori negativno utiču na postakvizicione performanse. Treći koncept je baziran na resursima (*resource-based view*). Ukazuje da različite metode upravljanja resursima od strane menadžmenta utiču na performanse. Četvrti koncept fokusira znanje (*knowledge-based view*) i naglašava ljudske resurse kao dominantne u odnosu na materijalne resurse kompanije.[152]

Razvoj plana kominiciranja

Pre nego dođe do bilo kakve javne najave transakcije, akvizator bi trebalo da ima pripremljen plan komunikacije. Plan bi trebalo da sadrži glavne poruke namenjene akcionarima ciljne kompanije, kao i odgovarajuća medijska saopštenja namenjena svakoj interesnoj grupi. Glavne interesne grupe uključuju zaposlene, klijente, investitore, društvenu zajednicu i regulatore vlasti.

Stvaranje nove organizacije

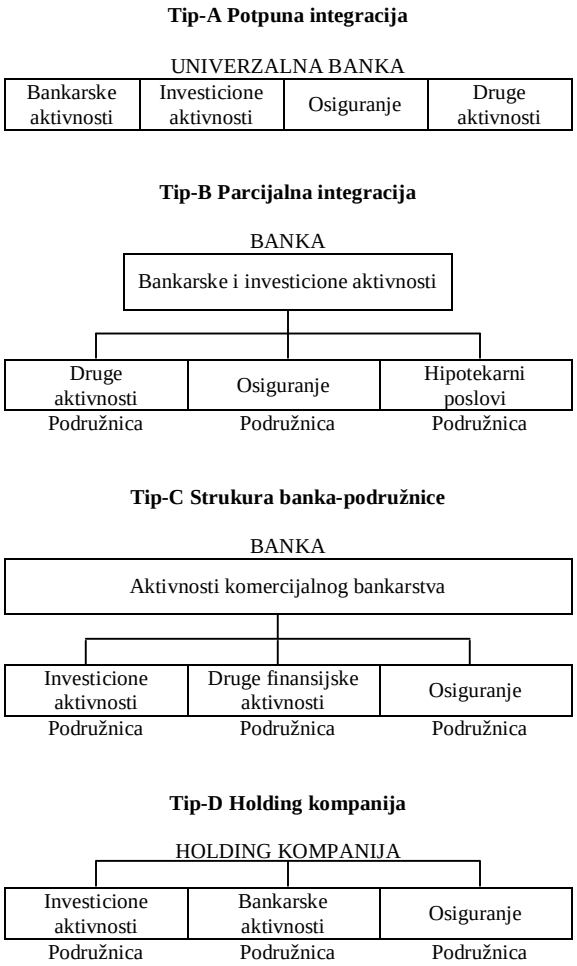
Efektivna polazna tačka podrazumeva prethodno proučavanje organizacionih struktura obe kompanije. Na taj način se dobija uvid u ponašanja obe kompanije, njihova prethodna iskustva i buduća očekivanja.

Rešenje organizacione strukture kod M&A transakcija je u osnovi dvojako. Prema jednom konceptu, ciljna kompanija se utapa u postojeću organizacionu strukturu kompanije akvizatora. Po drugom konceptu, akvizator ostavlja ciljnu kompaniju kao posebno kapitalizovanu podružnicu. Razlozi za ovaj drugi pristup su regulatorna ograničenja, pitanje brendova itd. Ovakav vid organizacione strukture podesan je za aktivnosti multifunkcionalnih finansijskih institucija. Ukoliko firma posluje van domaćeg

[152] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 102, 103

tržišta može se opredeliti za uži profil aktivnosti. Na ovaj način dolazi stvara se kompleksna mreža koja počiva na centralizovanim finansijskim, informacionim, ljudskim i organizacionim resursima.

Slika 7-2. Organizacione strukture multifunkcionalnih finansijskih kompanija



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 100,101

- Potpuno integrisana finansijska firma (tip A) nudi širok spektar finansijskih usluga u okviru jedinstvene korporativne strukture i jedinstvene kapitalne baze. Model je blizak evropskom sistemu univerzalnog bankarstva.

- Delimično integrisana finansijska firma (tip B) bavi se komercijalnim, kao i investicionim bankarskim poslovima u okviru jednog entiteta, dok se aktivnosti vezane za osiguranje, investicioni menadžment, faktoring, lizing aktivnosti i druge specijalizovane aktivnosti obavljaju u okviru posebno kapitalizovanih podružnica.

- Kod tipa C finansijske firme kao bazičnu aktivnost imaju poslove komercijalnog bankarstva, dok se ostale podružnice bave nizom drugih finansijskih aktivnosti od investicionog bankarstva do osiguranja.

- Tip D podrazumeva stvaranje bankarske holding kompanije koja kontroliše rad afilijacija koje se bave komercijalnim, investicionim aktivnostima, osiguranjem i drugim tipovima finansijskih i nefinansijskih aktivnosti.

Specifičnost strukture zavisiće od najmanje dva faktora: (1) lakoće sa kojom se ekonomije obima i okvira mogu iskoristiti, što je delom određeno vrstom proizvoda i procesnim tehnologijama i (2) organizacione efektivnosti u optimalnom načinu zadovoljavanja potreba klijenata. Specifične strukture finansijskih firmi mogu nastati iz regulatornih zahteva, karakteristika finansijskih usluga koje pružaju, zahteva na strani tražnje. Američka regulativa koja je ublažena donošenjem Gramm-Leach-Bliley zakona 1999. godine zahteva tip D organizacije poslovanja. Britanske multifunkcionalne finansijske firme tradicionalno prate tip D, gde su aktivnosti sa hartijama od vrednosti i osiguranjem u okviru posebnih podružnica. Najveći deo kontinentalne Evrope primenjuje model tipa B.

Razvoj kadrovskih planova

Kadrovske planove je potrebno razviti što ranije u integracionom procesu. To omogućava uključivanje ključnih kadrova obe kompanije u integracione napore. Time se istovremeno povećavaju šanse da se zadrže najbolji kadrovi.

U toku integracionog procesa organizacije se suočavaju sa sledećim pitanjima:[153]

- promenom upravljačkog odbora,
- izborom pravih ljudi na odgovarajuće pozicije,
- otpuštanjem viška menadžera i zaposlenih,
- usklađivanjem sistema nagrađivanja sa sistemom vrednovanja performansi,
- zadržavanjem ključnih kadrova.

Selekcija zaposlenih koje treba zadržati odnosno zameniti u procesu merdžera ili akvizicije determinisana je izabranim konceptom integracije i posebno nivoom uklapanja dve firme. Na primer, konsolidacija dve komercijalne banke na istom geografskom području obično podrazumeva značajna smanjenja broja zaposlenih. Adekvatan pristup u selekciji radnika koje treba zadržati podrazumeva sledeća rešenja:[154]

[153] Sudi Sadarsanam, *Creating Value from Mergers and Acqusitions: The Challenges*, Pearsons Education Press, 2003., str. 537

[154] Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 113

1. Najvažnije stručne kadrove u preuzetoj kompaniji potrebno je brzo identifikovati radi zadržavanja.
2. Proces selekcije zaposlenih mora biti fer i transparentan. Idealno bi bilo da se zaposleni u obe firme stave u isti koš radi adekvatnog vrednovanja.
3. Odluke o zaposlenima treba doneti brzo - a najduže u roku od 100 dana od najave dila - kako bi se izbegao pad morala i odlazak najkvalitetnijih kadrova.
4. Menadžere ciljne kompanije koji su se protivili merdžeru ili akviziciji ne treba zadržati.

Funkcionalna integracija

Funkcionalna integracija predstavlja implementaciju plana merdžera ili akvizicije u praksi. Integracioni tim mora najpre da utvrdi je stepen do kojeg stepena je potrebno centralizovati ili decentralizovati operacije dve kompanije. Glavne oblasti su informacione tehnologije, prodaja, marketing, finansije i kadrovi.

Jedan od preduslova za uspešan merdžer je adekvatna integracija sistema informacione tehnologije. Danas IT čini tehničku osnovu funkcionisanja finansijskih institucija i predstavlja podršku u sve jačoj tržišnoj konkurenciji. Međutim, integracija operativnih i IT sistema banaka nije jednostavna. Većina banaka svoje operativne aktivnosti bazira na starim sistemima koji su povremeno osavremenjavani, ali bez jasnog razvojnog koncepta. Razlozi tome su loše dugoročno planiranje, vanredni i nepredviđeni događaji, kao i nedostatak standardizacije. Ako banka koja ima loš sistem rada treba da se integriše sa drugom finansijskom institucijom, integracioni proces može da bude toliko težak, da se top menadžment opredeljuje da nastavlja da upravlja dvema odvojenim organizacijama. Međutim, u tom slučaju se ne ostvaruju troškovne uštede i povećanje prihoda, koji su služili kao pokriće za projektovane sinergije.

Kod bankarskih merdžera potencijalne troškovne uštede na informacionim tehnologijama su veoma značajne i mogu da iznose čak 25%. Konsultantska firma McKinsey je procenila da 30-50% svih sinergija kod bankarskih merdžera direktno zavise od IT. Kompanija Tower Group je procenila da neka velika banka, koja ima godišnji IT budžet od $1,3 milijarde - u postupku merdžera – može da ostvari i do $600 miliona ušteda na elektronskim kanalima, zajedničkoj upotrebi aplikacija i sl.[155]

Stvaranje nove korporativne kulture

Kultura organizacije podrazumeva sisteme vrednosti kolektiva u smislu verovanja, normi i rituale, što je značajan motiv i izvor efektivnosti i efikasnosti zaposlenih.

[155] Ingo Walter, str. 130

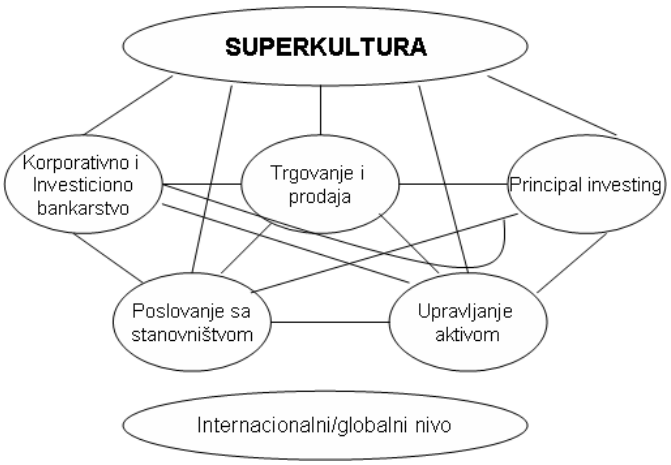
Korporativna kultura predstavlja tzv. meki faktor koji objašnjava deo razlika između očekivanog i ostvarenog profita ili gubitaka akcionarske vrednosti kompanije. Svaka institucija koja se bavi finansijskim uslugama ima svoju specifičnu kulturu. Kako finansijska institucija nastoji da ostvari što bolje performanse, ona mora kao svoj prioritet da postavi kreiranje zdrave i stimulativne radne sredine. To podrazumeva:

- Jasan strategijski pravac i liderstvo sa vrha kompanije.
- Usmeravanje pažnje na timski rad, a ne na „zvezde".
- Odabir odanih i efikasnih kadrova za obavljanje svakodnevnih aktivnosti na visokom nivou kvaliteta i profesionalizma.
- Visok nivo sposobnosti organizacije da prihvati inovacije, posebno tamo gde dolazi do bitnih promena.

Geografska i internacionalna razmatranja predstavljaju važan izazov u integrisanju korporativnih kultura. Jezičke barijere i različiti običaji, uslovi rada, radne etike stvaraju niz izazova kod prekograničnih integracija.

Pitanje koje se među finansijskim institucijama stalno nameće je da li jedinstvena kultura odgovara organizaciji koja pokriva jako širok spektar aktivnosti. Smatra se da postoje određene karakteristike kulture koje su u stanju da premoste ove razlike i koje mogu poslužiti kao kišobran koji će okupljati različite poslovne kulture i nacionalne kulture u okviru jedne organizacije (videti Sliku 7-3.)[156].

Slika 7-3. Nivoi kulture



Izvor: Ingo Walter, *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004., str. 117

[156] Ingo Walter, str. 117

Kulturološko preuzimanje gde dominantan partner nameće sopstvenu kulturu može biti direktno ili indirektno. *Direktno* kulturološko nametanje je ono gde dominantna firma nameće svoju kulturu. Ovakav pristup primorava ljude da fokusiraju kuda kompanija ide, a ne odakle oni dolaze. *Indirektna* kulturološka integracija je ona gde dominantna firma dozvoljava subkulturu u okviru sopstvene organizacije, ukoliko smatra da njena osnovna kultura nije najpodesnija za drugu kompaniju.

Pri stvaranju nove kulture menadžment stavlja u fokus budućnost, usvajajući nove vrednosti, koje su uglavnom bazirane na performansama. To je suština *soft-value* pristupa koji fokusira oblikovanje nove kulture sa centralnim karakteristikama kao što su integritet, saradnja, meritokratija. Međutim, ovaj pristup je teže realizovati u praksi, tako da je za to potrebno dosta vremena. Stoga se teži da se ostvari bar promena ponašanja zaposlenih u organizaciji, što je neophodno da bi se realizovale sinergije koje su projektovane u M&A.

Razmotrimo primer akvizicije bazirane na istinitim činjenicama, ali imaginarnim imenima, pri čemu je konsultantska kuća Towers Perrin odigrala značajnu ulogu.[157]

Great Northwestern bila je finansijska institucija značajne veličine. Sa ciljem ostvarivanja dominantne pozicije na domaćem tržištu i pripreme za regionalnu ekspanziju, odlučila se na akviziciju jednog od svojih glavnih konkurenata Erskine National Bank. Iako su obe banke prodavale slične proizvode/usluge i poslovale na istom tržištu, u pogledu svega drugog bile su jako različite. Great Northwestern je bazirala svoju kulturu na sistemu komande i kontrole, slično kao kod vojnih organizacija. Back-office operacije su bile jako efikasne i sve se obavljalo jako ekspeditivno i efikasno. Ipak, banka je imala slabosti u pogledu razvoja novih proizvoda i loših odnosa sa klijentima.

Erskine banka je imala suprotne karakteristike i probleme. Menadžment banke je verovao u lokalnu autonomiju na svim aspektima poslovanja. Zaposleni su bili loši administratori, čak i pored odličnih IT sistema, ali odlični inovatori, mada sa neefikasnom realizacijom ideja. Ipak, Erskine banka je imala reputaciju izvarednih odnosa sa klijentima.

Izazov spajanja ogledao se u zadržavanju najboljih karakteristika obe banke koje su imale značajne potencijale iz komplementarnosti poslovanja. Towers Perrin koji je imao konsultantsku ulogu, u ranijim fazama transakcije pomogao je oko nekih pitanja integracije. Naime, konsultantska kuća je razvila brojne programe za top menadžment kako bi definisali jasnu viziju nove organizacije, i razmotrili u kom pravcu svaka od organizacija mora da se menja. Organizovani su programi za niži menadžment o tome kako da upravljaju otporom prema promenama.

Napori su urodili plodom. Kombinovana institucija bila je daleko organizovanija od Erskin banke, ali i daleko inovativnija i bolja u odnosima sa klijentima nego

[157] M&A Imperatives: Six Aspects of Successful Mergers and Acquisitions, Tillinghast – Towers Perrin, 2001.

Northwestern. Tako je kombinovana banka, koja je zadržala ime akvizatora, uspela da zadrži tržišni udeo obe organizacije i da snažno napreduje.

7.3. Uloga integracionog menadžera

Neposredno upravljanje integracionim aktivnostima je zaduženje integracionog menadžera. U njegovoj nadležnosti su isključivo poslovi koji se odnose na postakvizicionu integraciju. Ukratko, on je novi tip lidera koji ima sposobnost da brzo uskoči u komplikovane situacije i da ih rešava na zadovoljavajući način.[158]

Uloga integracionog menadžera je da pomaže u stvaranju *integracionih timova* koji će raditi na spajanju različitih delova dve organizacije, konsolidovanju operacija i transferu kritičnih veština, plasiranju novih proizvoda i boriti se za ostvarivanje postavljenih ciljeva transakcije. Još jedna odgovornost integracionog menadžera je da stvori i nadgleda manji integracioni centar (integration office) u kom se nalaze analitičari i mlađi menadžeri, čiji je zadatak da prate progres integracionih timova. Integracioni menadžer o njihovom radu izveštava više rukovodstvo koje je odgovorno za troškovne i dohodovne sinergije koje dil može da pokrene.

Efikasan integracioni menadžer, pored toga, nadgleda spajanje oba odeljenja ljudskih resursa i podstiče ova odeljenja da identifikuju najbolje radnike, čije je zadržavanje od prioritetnog značaja. Efikasan integracioni menadžer pomaže u realizaciji projektovanih sinergija, rešavajući zastoje i probleme do kojih u praksi neminovno dolazi.[159] Posao integracionog menadžera je da ubrza integraciju putem predviđanja i brzog rešavanja problema.

Istraživanje konsultantske firme McKinsey pokazuje koliko dana protekne od najave transakcije do njenog efektivnog okončanja. Grafikon 7-1. ukazuje na brzinu kojom menadžment akvizatora rešava brojna pitanja i probleme u ovoj fazi transakcije. Na posmatranom uzorku, od 455 najvećih transakcija u 2004. godini, prosečan broj dana iznosi 93, dok je za 29% transakcija prosečan broj dana duži od 100.[160]

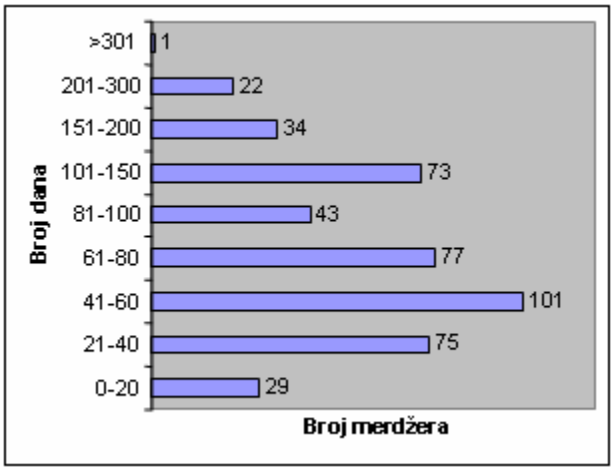
---

[158] Milutin Ćirović, *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004, str. 73

[159] Michael J. Shelton, „Managing your integration manager“, *The McKinsey Quarterly, Special Edition: The Value in Organization*, 2003.

[160] Nicolas J. Albizzatti, Scott A. Christofferson, Diane L. Sias, „Smoothing postmerger integration“, *The McKinsey Quarterly*, September 2005.

Grafikon 7-1. Dužina potrebnog vremena



Izvor: Nicolas J. Albizzatti, Scott A. Christofferson, Diane L. Sias, „Smoothing postmerger integration“, *The McKinsey Quarterly*, September 2005.

Integracioni menadžer mora biti uključen dovoljno rano u integracioni proces kako bi se dovoljno upoznao sa ciljevima merdžera, klijentima, zaposlenima i projektima koji su kritični za uspešno kombinovanje dva entiteta.

Svaka akvizicija je drugačija i zahteva specifično angažovanje integracionog menadžera, ali u principu integracioni menadžeri koriste sledeće strategije: [161]

Ubrzanje

- Uvećati napore pri planiranju
- Ubrzavati implementaciju
- Unositi odlučnost
- Ubrzati integracione napore kako bi se ispunili rokovi

Pokretanje uspeha

- Pomoć kod identifikovanja kritičnih poslovnih sinergija
- Lansiranje manjih projekata kako bi se ostvarili kratkoročni početni rezultati
- Transfer najbolje prakse između kompanija

Kreiranje društvenih veza

- Ponašanje slično putujućem ambasadoru između lokacija i kompanija
- Posredovanje kod važnih pitanja
- Interpretirati običaje, jezik i kulturu obe kompanije

[161] Ronald N. Ashkenas, Suzanne C. Francis, „Integration Managers – Special Leaders for Special Times“, *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Press, 2001. str. 202,203.

Kreiranje strukture

- Kreiranje fleksibilnih integracionih okvira
- Formiranje zajedničkih timova
- Uticanje na glavne događaje i na vremenske rokove
- Podrška reviziji rada timova i rukovodstva.

Međutim, i pored napora integracionih menadžera, završni rezultati merdžera i akvizicija često nisu zadovoljavajući. Prema oceni firme McKinsey, razlozi za neuspešne merdžere i akvizicije leže u nepostojanju kreativne i energične uloge generalnog direktora (CEO) i najvišeg menadžmenta, jer je njihova uloga neophodna da integracioni tim uspešno obavi svoje zadatke.[162]

Da bi integracija dve kompanije bila uspešna, top menadžment kompanije mora da ima jasnu ideju kako treba da izgleda integrisana kompanija. Generalni direktori i top menadžement kompanija treba da razmišljaju o pet izazova:

- stvaranju efektivnog top menadžment tima,
- razvoju kredibilne korporativne filozofije, koja će dati podstrek naporima komuniciranja,
- oblikovanju snažne kulture koja se odnosi na performanse,
- vođenju računa o interesima stejkholdera i
- balansiranju između brzine spovođenja integracije i vremena potrebnog da bi se stekla iskustva u toku sprovođenja integracije.

Na gornja pitanja, generalne odgovore treba da pruži top menadžment kompanije. Tek na osnovu dobijenih smernica, timovi tehničkih specijalista mogu da efektivno kreiraju akcione programe u cilju ostvarenja projektovanih sinergija.

Koliko je kreiranje efektivnog top menadžmenta presudno, pokazuje izjava Steve Boehm-a koji je upravljao integracionim procesom banaka Wachovia i SouthTrust 2004. godine: “Ako nemate jasnu sliku, od samog starta, ko povlači poteze, koje su uloge i odgovornosti i koliko dobro integracioni tim sarađuje, onda su vaše šanse za uspeh minimalne“.[163]

[162] David G. Fubini, Colin Price, Maurizio Zollo, „The elusive art of postmerger leadership“, *The McKinsey Quarterly*, Number 4, 2006.

[163] Cit. delo

7.4. Reinženjering poslovnih procesa

Današnje poslovno okruženje preživljava stalne promene koje zahtevaju korekcije poslovnih procesa. Radikalne promene poput merdžera i akvizicija imaju direktan uticaj na operativni poslovni model i zahtevaju evaluaciju adekvatnosti postojećih poslovnih procesa. U svetlu poslovnog okruženja i stalnih eksternih pritisaka usmerenih na promene došlo je do razvoja novog koncepta i metoda transformacije organizacije poznatog kao *reinženjering poslovnih procesa* (Business Process Reengineering, BPR).

Tvorci koncepta M. Hammer i J. Champy reinženjering su definisali kao „fundamentalno promišljanje i radikalni redizajn poslovnih procesa – da bi se postigla dramatična poboljšanja u kritičnim, bitnim merama performansi, kao što su troškovi, kvalitet, usluga i brzina“.[164] Ključne reči u definiciji reinženjeringa poslovnih procesa su:

- **fundamentalno** – što ukazuje na temeljnu promenu,
- **radikalno** – što ukazuje na korenite promene i kreiranje novog načina obavljanja rada,
- **dramatično** – što ukazuje na ostvarenje krupnih skokova u performansama,
- **procesi** – što je najbitnija, ali ujedino i najproblematičnija reč, jer kod ljudi ne postoji navika da razmišljaju u kontekstu procesa, već struktura, zadataka i sl.

Stvaranje područnica putem merdžera i akvizicija predstavlja značajnu promenu poslovne organizacione strukture. Mnoge organizacije doživele su neuspeh upravo iz razloga što nisu uspele da postave jasnu razliku između poslovne strukture i procesa, gde poslovni procesi nisu mogli da prate brze promene na nivou strukture.

Vodeće finansijske institucije su na vreme uvidele potrebu unapređenja organizacionih operacija i informacionih tenologija pre merdžera. To znači da se razmatra celokupan poslovni model banke – zaposleni, tehnologija, procesi, način na koji su postavljeni i ko su njihovi nosioci. Ako na poslovni model gledamo kao na rad koji se ulaže za stvaranje vrednosti, onda se kod banaka radi o unapređenju svih usluga koje banka nudi i svih procesa i aplikacija. Unapređenje svake komponente stvara vrednost, ali je efekat daleko veći ukoliko se unapređenja kombinuju.[165] Banke ostvaruju daleko veće benefite kada redizajniraju celokupan poslovni model u sklopu postakvizicione integracije. Onda je lakše fokusirati postakvizicione sinergije.

Dok koncept TQM teži stalnom inkrementalnom poboljšanju performansi procesa, dotle reinženjering poslovnih procesa teži „rušenju“ postojećih procesa, njihovom napuštanju i

[164] M. Hammer, J. Champy, *Reengineering the Corporation – A Manifesto for Business Revolution*, 1997. str. 32

[165] Paul J. Jenkins, Roberto Lancellotti, Oliver Schein, Merging bank operations across borders, *McKinsey on IT*, winter 2006.

zameni potpuno novim procesima.[166] Dakle, reinženjering funkcioniše kroz odbacivanje starih sistema i ponovno osmišljavanje boljeg načina poslovanja.

Osnovni ciljevi sprovođenja koncepta reinženjeringa su prema Bennis i Mische sledeći:[167]

1. *Povećanje produktivnosti*. Rast produktivnosti proizlazi iz kreiranja novih i pogodnijih procesa, koji se bolje uklapaju u novu strukturu poslovanja.

2. *Optimiziranje vrednosti za akcionare*. Vrednost nastaje uglavnom kroz povećanje interesa zaposlenih za kompaniju; povećanje njihovog znanja o organizaciji, njenom položaju na tržištu, konkurenciji, identitetu; veću usklađenost sposobnosti i veština zaposelnih i njihovih odgovornosti za procese itd.

3. *Ostvarenje kvantnih rezultata*. Cilj je dostići najmanje 50% poboljšanja performansi, a ne inkrementalna unapređenja od 5%, 10%, 15%.

4. *Konsolidacija funkcija*. Cilj je stvoriti organizaciju koja je fleksibilnija, brža.

5. *Eliminisanje nepotrebnih nivoa rada*. Oni nivoi i aktivnosti koje ne doprinose stvaranju vrednosti na odgovarajući način se eliminišu, te organizacija trpi stalnu promenu uz kontinuiranu procenu organizacije, menadžmenta, sistema, potrošača, okruženja.

Na sektoru finansijskih usluga, BPR omogućuje klijentima da za kraće vreme obave transakcije, čime dolazi do povećanja fleksibilnosti pružanja usluga i unapređenja lanca usluge. Banke imaju koristi usled rasta obima poslovanja i veće produktivnosti, smanjenih operativnih troškova, što vodi rastu profitablnosti, unapređenju lojalnosti zaposlenih i osećaju pripadnosti. Zaposleni dobijaju veće kompetencije i orijentisani su na suštinu procesa, za razliku od tradicionalnog pristupa hijerarhijske subordinacije top-down (odozgo-nadole).

Konačno, postoji nekoliko osnovnih koraka koji osiguravaju uspešnu transformaciju poslovnog modela. Prvo, top menadžment mora definisati jasnu viziju i implementirati dobar model upravljanja, kao i transparentne metrike koje su u funkciji njene realizacije. Potrebno je definisati poslovni model koji će biti u funkciji organizacionih strateških ciljeva, a optimalan redizajn akvizicije uzima u obzir pozitivne i negativne strane banke na datom tržištu. Na primer, poslovanje u Zapadnoj Evropi može biti postavljeno tako da maksimizira produktivnost kroz povećanje obima poslovanja, dok u Istočnoj Evropi banka može da fokusira brzu ekspanziju, kako bi iskoristila šanse brzog rasta regiona. Drugo, potrebno je proces posmatrati kompleksno, a ne na nivou funkcionalnih ili poslovnih jedinica. Naime, sve bankarske transakcije treba posmatrati kao celinu, iako se

[166] Branislav Mašić, *Strategijski menadžment: proces i koncepti*, Univerzitet Sinergija, 2007., str. 415

[167] W. Bennis, M. Mische, *The 21st CenturyOorganization:Rreinventing throurg Reengineering*, Jossey&Bass Publishers, 1997., str. 11-14.

bankarski službenici nalaze u različitim odeljenjima. Treće, svaka banka mora da utvrdi šta je diferencira od drugih banaka i gde može da ostvari konkurentsku prednost. Potrebno je doneti odluku koju praksu usvojiti kao najbolju, a gde vršiti inovacije koje bi kreirale trajniju prednost. Konačno, potrebno je ostvariti uspešne performanse na kratak rok uz zadržavanje fokusa na dugoročne ciljeve.[168]

7.5. Studije slučajeva

7.5.1. Merdžer Union Bank of Switzerland i Swiss Bank Corporation [169]

Motivi merdžera i strategija integracije

Menadžment Swiss Bank Corporation (SBC) je 1987. godine kreirao viziju poslovanja koja je zahtevala značajnu transformaciju poslovanja. Transformacija je podrazumevala promenu fokusa sa domaćeg komercijalnog poslovanja na pružanje kompleksnih finansijskih usluga na globalnom planu. Vizija je podrazumevala borbu za vodeće mesto među konkurentskim velikim bankama, rast akcionarske vrednosti (shareholder value) od 10% godišnje, te postizanje prvoklasnog kreditnog rejtinga. Tokom 1990-ih godina je SBC već bio sproveo nekoliko akvizicija koje su strategijski, finansijski i kulturološki transformisale organizaciju. Tako je stvorena osnova da u 1998. godini bude ostvaren merdžer SBS sa Union Bank of Switzerland (ex-UBS).

Ex-UBS je pre toga godinama bila vodeća finansijska institucija u Švajcarskoj, a SBC treća po veličini (posle Credit Suisse). SBC je uglavnom rastao putem akvizicija, dok je ex-UBS primenjivao organski rast. Poslovna strategija SBC više je bila orijentisana na trgovanje na tržištima kapitala, dok je ex-UBS primenjivala tradicionalnu poslovnu strategiju. Na kraju 1996. godine obe banke su beležile gubitke, uglavnom usled otpisivanja dela komercijalnih kredita, a ex-UBS delom i usled gubitaka na derivativima.

Posle dužih pregovora, dve organizacije su objavile decembra 1997. godine da je dogovoren merdžer. Rečeno je da će veličina kombinovane nove banke biti glavna determinanta uspeha u budućnosti, jer je kreirana finansijska institucija sa aktivom od CHF 1.320 milijardi. Veličina bi omogućila stvaranje kritične mase neophodne za obavljanje poslova investicionog bankarstva. Merdžer bi takođe omogućio racionalizaciju poslovanja segmenata domaćeg komercijalnog bankarstva i poslovanja sa stanovništvom.

Kombinovana firma dobila je naziv UBS A.G., a imala je sedišta u Cirihu i Bazelu. Kroz bolje tržišno pozicioniranje i realizaciju ekonomije obima, dve integrisane banke su

[168] Paul J. Jenkins, Roberto Lancellotti, Oliver Schein, Merging Bank Operations across Borders, *Mckinsey on IT*, Winter 2006.

[169] Robert F. Bruner, *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, 2004., šire str. 904 - 912

očekivale stvaranje sinergetske vrednosti od CHF 20 do 25 milijardi, što je bila skoro trećina tržišne vrednosti obe bankarske firme pre merdžera. Sinergija bi nastala iz značajnih troškovnih ušteda putem eliminisanja dvostrukih aktivnosti (domaćeg komercijalnog i globalnog investicionog bankarstva). Predviđen je ubrzan rast prihoda koji bi proistekao iz rasta segmenta privatnog bankarstva i realizacije koristi vodeće pozicije u segmentu investicionog bankarstva. Konačno, kroz merdžer bi bio oslobođen deo kapitala, što bi pozitivno delovalo na proftabilnost nove banke; projektovana stopa ROE iznosila bi 15 do 20 procenata. Na drugoj strani su projektovani troškovi otpuštanja viška zaposlenih i troškovi uvođenja nove informacione tehnologije.

Generalni direktori obe banke su aprila 1998. godine prezentovali šemu strategije integrisanja svih divizija poslovanja. Izbor strategije zavisio je od relativnih snaga divizija dve banke u procesu merdžera.

- ***Korporativno bankarstvo: apsorpcija.*** Zahtevano je spajanje domaćih kreditnih poslova dve banke. Pri tome će biti izvršeno: (1) formiranje zajedničke IT platforme i prebacivanja baze klijenata na tu platformu uz održavanje visokog kvaliteta usluga, (2) racionalizacija bankarske mreže dve banke u zemlji i (3) eliminisanje viška zaposlenih koji je procenjen na oko 5.000 ljudi. Projektovano je da će proces integracije ovog sektora trajati tri do četiri godine.

- ***Privatno bankarstvo: novi model.*** Divizija privatnog bankarstva nove UBS nastala bi kombinovanjem elemenata obe strane, koji bi bili apsorbovani u novi poslovni model. Implementacija integracionog plana trajala bi jednu do dve godine, uz održavanje kontinuiteta poslovanja sa klijentima i održavanje kvaliteta usluga na visokom nivou.

- ***Institucionalno upravljanje aktivom: povezivanje.*** Kako je SBC Brinson divizija bila četvrta po veličini obavljanja ove aktivnosti u svetu, to je ona izabrana da bude platforma na kojoj će funkcionisati novi sektor za institucionalno upravljanje aktivom UBS. Ipak je dopuštena dosta visoka autonomija delovima investicionog menadžmenta ex-UBS. Integracija na ovom sektoru trajala bi 12 meseci.

- ***Investiciono bankarstvo: apsorpcija.*** Kako je SBC Warbung Dillon Read bio vodeći u investicionom poslovanju u Evropi, to je projektovano da aktivnosti korporativnih finansija ex-UBS budu apsorbovane od strane SBC Warbung divizije. Ali u segmentu poslovanja sa obveznicama, ex-UBS je imao bolju platformu proizvoda, pa je stoga ta platforma preuzeta za novu UBS. Integracija na ovom sektoru trajala bi 12 meseci.

- ***Private equity: apsorpcija.*** Private equity poslovanje nove UBS funkcionisalo bi po principima poslovanja ex-UBS private equity grupe. Proces integracije trajao bi svega tri meseca, imajući u vidu manji obim i manju kompleksnost poslovanja u ovom segmentu.

Implementacija integracione strategije

Implementacija je bila brza i usmerena na usvajanje najboljih prakse obe banke. Michael Sweeney iz Instituta za liderstvo UBS kaže: "Uspeh ili neuspeh merdžera određuje se u prvih 100 dana". Ovaj stručnjak je formulisao 14 maksima za uspešnu implementaciju integracione strategije:

1. Imati definisanu rukovodeću strukturu nove banke već kod najave merdžera,
2. Objaviti i komunicirati plan integracije,
3. Potrebno je imati jasne poslovne i finansijske ciljeve,
4. Skratiti vreme intergacije što je više moguće,
5. Donositi odluke brzo, jer je brzina kritičan faktor,
6. Uključiti što više zaposlenih u implementaciju integracije,
7. Načiniti proces selekcije što transparentnijim,
8. Otpustiti one zaposlene koji se ne mogu kulturološki prilagoditi,
9. Ne produžavati vek delovanja integracionih projektnih timova,
10. Preći na zajedničku plaftormu funkcionisanja sistema,
11. Upravljati integracionim procesom kao projektom, što znači da proces integracije mora imati ciljeve, osnovu i životni vek, kao i da bude odvojen od obavljanja redovnih poslovnih aktivnosti.
12. Upravljati svakom fazom procesa; slaviti uspehe,
13. Sarađivati sa novinarima kako bi razumeli stanovišta banke,

.

14. Dati organizaciji vreme potrebno da se razvije nova kultura.

Slika 7-4. Faze procesa postakvizicione integracije

7.5.2. Postakviziciona integracija Bank Austria/Creditanstalt [170]

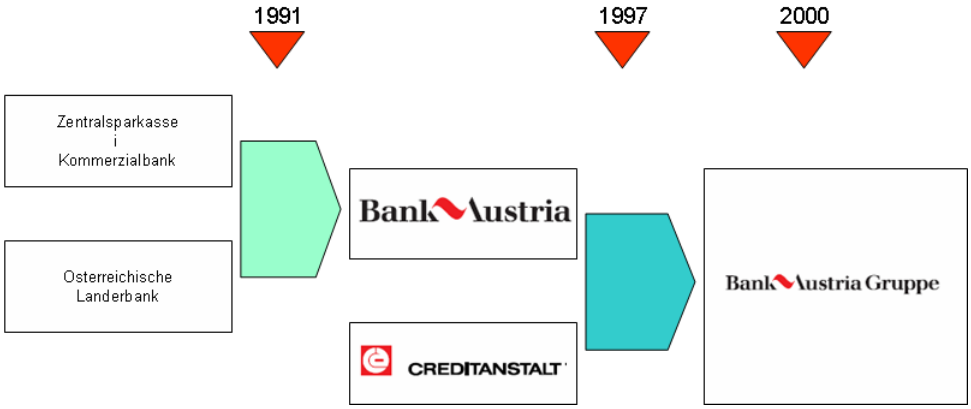
Bank Austria nastala je spajanjem Zentralsparkasse (Beč) i Österreichische Länderbank 1991. godine. Šest godina kasnije Bank Austria je izvršila akviziciju Kreditanstalt, čime je stvorena druga po veličini banka u Austriji.

Tabela 7-1. Banka Austria i Creditanstalt

1997	Zaposleni	Filijale/Austrija	Ukupna aktiva u milijardama €
Bank Austria	8.674	327	
Creditanstalt	6.984	224	
Nova Bank Austria	15.658		114

Izvor: The haureka! Project, Post-Merger Integration Bank Austria/Creditanstalt, *Financial Services – Banking*, Accenture, 2001.

Slika 7-5. Istorija merdžera Bank Austria



Izvor: The haureka! Project, Post-Merger Integration Bank Austria/Creditanstalt, *Financial Services – Banking*, Accenture, 2001.

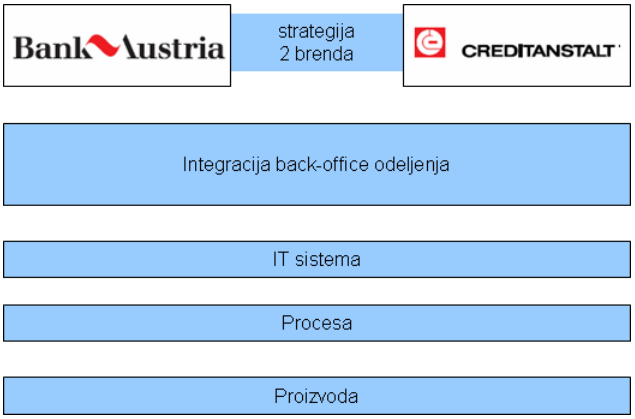
Integrisanjem dve austrijske banke došlo je do spajanja dve potpuno različite banke u pogledu sistema, procesa i proizvoda. Ova komplementarnost stvorila je značajne potencijalne sinergije.

Početkom 1998. godine odlučeno je da se izvrši restrukturiranje integrisane banke, uz zadržavanje oba bankarska brenda. Sinergetski potencijali u pratećim administrativnim

[170] The haureka! Project, Post-Merger Integration Bank Austria/Creditanstalt, *Financial Services – Banking*, Accenture, 2001.

aktivnostima (back-office activities) realizovani su kroz konsolidaciju posebnih sistema i procesa obe banke, uz minimalno ometanje obavljanja normalne poslovne aktivnosti.

Slika 7-6. Eksploatacija sinergetskih efekata putem integracije



Izvor: The haureka! Project, Post-Merger Integration Bank Austria/Creditanstalt, *Financial Services – Banking*, Accenture, 2001.

Integracioni projekat Bank Austria/Creditanstalt predstavljao je jedinstven izazov. Naime, interno se vršilo veliko restrukturiranje, dok su eksterno dve banke poslovale kao i ranije. Oba bankarska brenda i filijalske mreže obe banke nastavile su paralelno funkcionisanje. Mere integracije bile su usmerene na standardizaciju poslovnih procesa i na stvaranje jedinstvenog IT sistema. Proces integracije trajao je dve i po godine, a okončan je pre prelaska na evro.

U realizaciji ove bankarske integracije korišćene su usluge konsultantske firme Accenture koja je imala zadatak da u stručnom smislu pomogne u strukturiranju, planiranju i sprovođenju procesa integracije. Menadžeri banke u procesu restrukturisanja bili su za to osposobljeni od strane odgovarajućih stručnjaka iz firme Accenture. Pored toga, sproveden je i odgovarajući trening svih zaposlenih kako bi se osposobili za nove metode poslovanja.

Osnovni koraci u procesu integracije dve banke bili su sledeći:

1. Izbor ciljnog IT sistema: Usvojen je sistem Creditanstalt-a kao najbolje rešenje,
2. Odluka da se promena sprovede u jednom trenutku (tzv. „Big Bang“ model),
3. Obuka zaposlenih kao odlika kvaliteta projekta,
4. Ekstenzivan program upravljanja promenama,
5. Precizno određeno upravljanje merdžerom.

7.6. Principi uspešnih integracija

1**.** *Postakviziciona integracija nije izolovana faza dila i ona ne počinje sa potpisivanjem dokumenata kojima se dil zaključuje.* To je proces koji počinje sa fazom temeljnog istraživanja (due diligence) i to menadžment akvizatorske kompanije stalno praktikuje. Akvizicioni proces se sprovodi kroz proces izbora ciljne kompanije, koji sadrži sužavanje potencijalnih kandidata, dogovor oko pravog izbora, dobijanje odobrenja od strane regulatornih vlasti, sprovođenje preliminarnih pregovora, formulisanje pisma o namerama, sprovođenje temeljnog istraživanja, okončanje finansijskih pregovora, najave dila, potpisivanje ugovora i zaključenje dila.

2**.** *Posao integracionog menadžera zahteva puno radno vreme i mora biti izdvojen kao posebna poslovna funkcija***.** Poslovima postakvizicione integracije upravlja integracioni menadžer koji obično pre toga bio član tima za temeljna istraživanja. Integracioni menadžer zatim postaje član top menadžmenta kombinovane kompanije i odgovoran je direktno najvišem rukovodstvu kompanije. On mora da ima snažnu sposobnost za uspostavljanje dobrih međuljudskih odnosa.

3. *Odluke o strukturi menadžmentskog tima i drugim kadrovskim aspektima integracije potrebno je doneti i implementirati ubrzo po zaključenju dila. Neizvesnost, zabrinutost koje postoje tokom čitavog akvizicionog procesa mogle bi početi da urušavaju vrednost dila***.** Naime, većina akvizicija podrazumeva restrukturiranje sa ciljem unapređenja efikasnosti pripojene kompanije ili kako bi se obezbedilo njeno organizaciono uklapanje. Menadžment ponekad odlaže otpuštanja viška zaposlenih, iako je to neophodno, da se ne bi stvorio loš imidž.

4. *Uspešna integracija ne odnosi se samo na tehničke aspekte poslovanja već i na stvaranje pozitivne radne atmosfere u organizaciji.* Najbolji način da se osigura angažovanost zaposlenih u ostvarivanju većih performansi kompanije je, pored stimulativnog nagrađivanja, i učestvovanje zaposlenih u rešavanju problema organizacije.

GLAVA 8:

REGULACIJA I SUPERVIZIJA PREKOGRANIČNIH BANAKA

REGULACIJA I SUPERVIZIJA PREKOGRANIČNIH BANAKA

Prekogranični merdžeri i akvizicije evropskih banaka
Trend internacionalizacije na bankarskom sektoru
Finansijska regulacija i supervizija u Evropskoj uniji
Regulatorni izazovi za prekogranično bankarstvo

8.1. Prekogranični merdžeri i akvizicije evropskih banaka

8.1.1. Integracija evropskih finansijskih tržišta

Uklanjanjem barijera na prekogranične tokove kapitala u okviru Evropske unije, postavljeno je pitanje harmonizacije regulatornih i supervizorskih okvira. Program jedinstvenog tržišta ima za cilj stvaranje jedinstvenog i efikasnog tržišta finansijskih usluga u zemljama EU. Na jedinstvenom finansijskom tržištu dolazilo bi do pojačane konkurencije koja deluje na povećanje efikasnosti finansijskih institucija.

Proces konvergencije evropskih finansijskih regulativa počeo je donošenjem Prve bankarske koordinacione direktive, dvadeset godina nakon donošenja Rimskog ugovora. Ali ključni momenat je bilo donošenje Druge bankarske direktive koja se odnosi na uklanjanje barijera i uspostavljanje slobodne konkurencije finansijskih tržišta i institucija zemalja članica. Univerzalno bankarstvo je priznato kao institucionalno rešenje za bankarski sistem u EU. Time su stvorene institucionalne osnove za prekompoziciju bankarskog sistema unutar EU, što je podstaklo jačanje procesa merdžera i akvizicija banaka na ovom prostoru.

I pored napretka u pravcu stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta, mora se konstatovati da je do sada u praksi izvršeno više nacionalnih nego prekograničnih konsolidovanja. Mnogi veliki merdžeri i akvizicije banaka u Evropi – kao što su UBS-Swiss Bank Corp., BNP–Paribas, Royal Bank of Scotland–National Westminister – išli su u pravcu povećanja koncentracije na nivou nacionalnih tržišta. Stoga se postavlja pitanje da li postoje neke barijere koje ograničavaju međunarodna konsolidovanja finansijskih institucija u okviru EU. Te barijere bi mogle da budu, na primer, problemi daljinskog upravljanja i monitoringa institucija, zatim kulturološke razlike, jezičke barijere, različite regulatorno/supervizorske strukture itd.[171]

[171] Allen Berger, Robert DeYoung, Gregory Udell, „Efficiency Berriers to the Consolidation of the European Financial Services Industry“, *European Financial Management* 6, 2000.

8.1.2. Stanje fakata

Prema podacima Thomson Financial, prosečan godišnji broj M&A finansijskih institucija širom sveta, povećavao se sa 954 transakcije u periodu 1990-1995. godine na 1.556 transakcija u periodu između 1996-2000. godine, da bi u periodu 2001-2003. godine bio nešto smanjen na 1.436 transakcija i to usled pada cene akcija u G-10 zemljama[172]. Međutim, prosečan broj transakcija za isti period, van teritorije G-10, povećan je sa 551 na 697 transakcija u odnosu na prethodno posmatrani vremenski period (Tabela 8-1).

Tabela 8-1. M&A na finansijskom sektoru

	Ukupno	**Banke**		**Osiguravajuće kompanije**	
	(a)	(b)	(b/a)	(c)	(c/a)
		1990-1995. godišnji proseci			
Broj transakcija	954	561	59	129	14
Broj transakcija (objavljenih)	505	332	66	58	12
Vrednost $ miliona	76.824	56.711	74	10.358	13
		1996-2000. godišnji proseci			
Broj transakcija	1.556	780	50	215	14
Broj transakcija (objavljenih)	866	492	57	106	12
Vrednost $ miliona	360.825	243.333	67	65.030	18
		2001-2003. godišnji proseci			
Broj transakcija	1.436	594	41	155	11
Broj transakcija (objavljenih)	747	338	45	72	10
Vrednost $ miliona	178.194	110.632	62	33.552	19
		1990-2003. ukupne vrednosti			
Broj transakcija	17.813	9.046	51	2.312	13
Broj transakcija (objavljenih)	9.604	5.462	57	1.094	11
Vrednost $ miliona	**2.799.653**	**1.888.828**	**67**	**487.952**	**17**

Izvor: Alberto Pozzolo, Dario Focarelli, „Cross-Border M&A's in the Financial Sector: Is banking Different from Insurance?“, Journal of Banking & Finance, vol. 32 issue 1, January 2008. (modifikovana tabela)

Rast prekograničnih merdžera i akvizicija odnosi se na porast, kako broja, tako i vrednosti ovih transakcija (Tabela 8-2). Dok su u periodu 1990-1995. godine svega 14% od svih M&A transakcije bile prekograničnog karaktera, u periodu 1996-2000. godine došlo je do povećanja na 20%, dok je u periodu 2000-2003. godine njihov udeo je iznosio

[172] Belgija, Kanada, Francuska, Nemačka, Italija, Holandija, Švedska, Švajcarska, Velika Britanija i SAD.

22%. Za zemlje G-10 - za ceo posmatrani period - učešće prekograničnih M&A bilo je čak tri puta veće (32% po broju transakcija i 42% po vrednosti).[173]

Tabela 8-2. Prekogranični M&A na finansijskom sektoru (procenti)

	1990-1995	1996-2000	2001-2003	1990-2003
		Ukupno		
Broj transakcija	16.5	21.8	22.0	20.1
Broj transakcija (objavljenih)	13.7	19.7	21.9	18.3
Vrednost $ miliona	11.4	18.7	23.1	18.3
		Banke		
Broj transakcija	12.1	16.2	19.2	15.3
Broj transakcija (objavljenih)	9.8	14.6	19.4	13.8
Vrednost $ miliona	8.3	11.0	25.1	13.0
		Osiguravajuće kompanije		
Broj transakcija	28.1	35.6	32.0	32.4
Broj transakcija (objavljenih)	24.1	33.2	30.7	29.8
Vrednost $ miliona	25.9	31.9	23.0	29.3

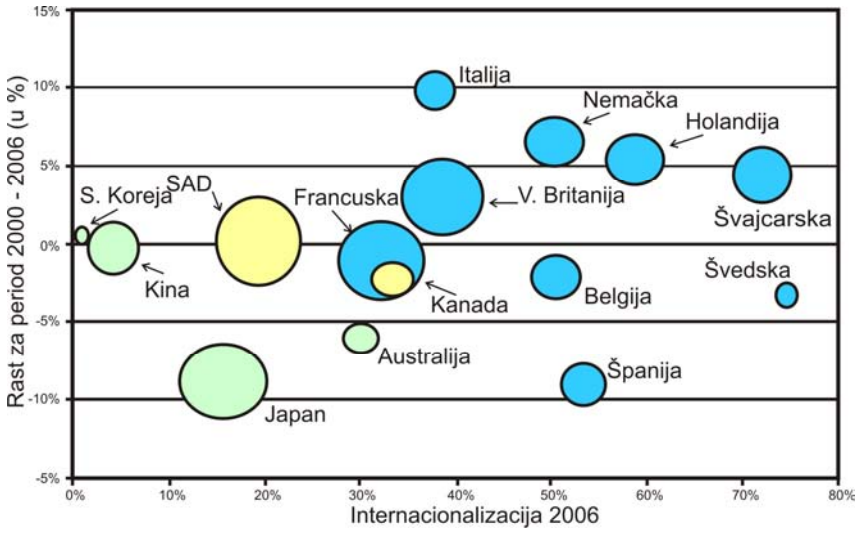
Izvor: Alberto Pozzolo, Dario Focarelli, „Cross-Border M&A's in the Financial Sector: Is banking Different from Insurance?", Journal of Banking & Finance, vol. 32 issue 1, January 2008. (modifikovana tabela)

Na bankarskom sektoru može se napraviti razlika između evropske i globalne ekspanzije merdžera i akvizicija. Grafikon 8-1 ilustruje međunarodnu komponentu (regionalnu i globalnu) za 2005. godinu i promene koje su nastale tokom šest godina (od 2000. do 2005.) za posmatrane zemlje.[174] Veličina kruga predstavlja ukupnu bankarsku aktivu najvećih banaka u posmatranoj zemlji. Grafikon ukazuje da evropske zemlje imaju veću internacionalnu orijentaciju nego američke i azijsko-pacifičke zemlje. Tako velike banke sa centralama u Švedskoj i Švajcarskoj većinu svojih aktivnosti obavljaju prekogranično.

[173] Pozzolo, Focarelli, 2008.

[174] Dirk Schoenmaker, Christiaan van Laecke, Current State of Cross-Border Banking, *FMG Special Papers* No. 168, November, 2006.

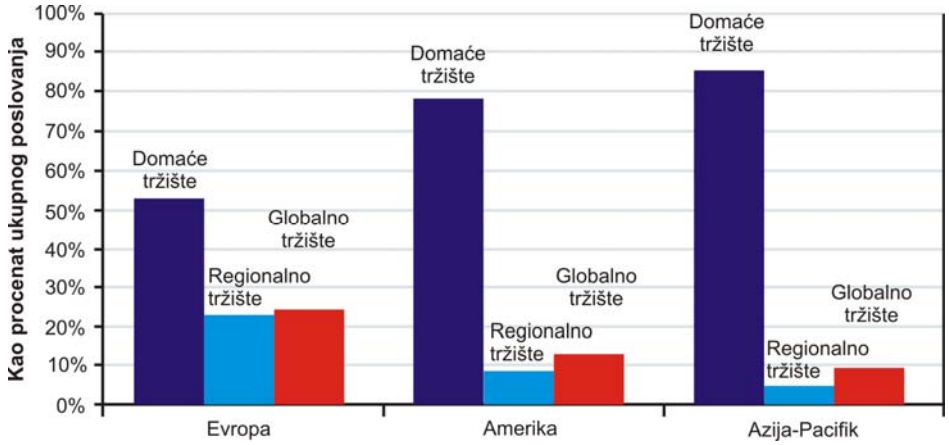
Grafikon 8-1. Stepen i trend prekograničnog bankarstva 15 zemalja, u periodu od 2000-2005. godine



Izvor: Dirk Schoenmaker, Christiaan van Laecke, Current State of Cross-Border Banking, *FMG Special Papers* No. 168, November, 2006.

Intenzitet prekogranične bankarske aktivnosti je različit po kontinentima, što pokazuje Grafikon 8-2. Evropske banke su daleko više internacionalnog karaktera u odnosu na banke koje imaju centrale na drugim kontinentima. I regionalna i globalna komponenta iznose preko 20% aktivnosti. Velika regionalna komponenta u Evropi (koja iznosi 23%) došla je kao posledica uvođenja Programa jedinstvenog tržišta.

Grafikon 8-2. Geografska segmentacija banaka u 2005. godini



Izvor: Dirk Schoenmaker, Christiaan van Laecke, Current State of Cross-Border Banking, *FMG Special Papers* No. 168, November, 2006.

U Evropi je jako razvijeno prekogranično bankarstvo, tako da skoro polovina od 30 vodećih evropskih banaka ima karakter prekograničnih banaka. Tako je, na primer, u 2005. godini u Evropi postojalo 11 regionalnih banaka i 3 globalne banke. U odnosu na 2000. godinu broj regionalnih banaka porastao je sa 7 na 11. Neke banke fokusirane su na određeni region Evrope; tako Fortis grupa primarno posluje u Belgiji i Holandiji, a Nordea grupa radi u Finskoj, Danskoj, Švedskoj, Norveškoj, kao i u baltičkim zemljama. Deutsche Bank i ABN AMRO posluju na celom evropskom bankarskom sistemu. Kao globalne evropske banke možemo pomenuti HSBC (UK), BBVA (Španija), Barclays (UK), Santander (Španija) i UBS (Švajcarska). Bankarski sektori deset novopridruženih zemalja članica EU su u većinskom stranom vlasništvu (u proseku oko 70%) i to uglavnom u vlasništvu zapadnoevropskih banaka (Tabelu 8-3).

Tabela 8-3. Strano vlasništvo u novopridruženim zemljama članicama EU (2005. godina)

Zemlja	Strano vlasništvo (%)	Zemlja	Strano vlasništvo (%)
Kipar	12.3	Malta	67.6
Republika Češka	96.0	Poljska	67.8
Estonija	97.5	Slovačka	96.3
Mađarska	82.3	Slovenija	36.0
Latvija	46.3		
Litvanija	95.6	Prosek za NMS*	70.0

*NMS – New Member States, novopridružene zemlje članice EU

Izvor: Dirk Schoenmaker, Christiaan van Laecke, Current State of Cross-Border Banking, FMG Special Papers No. 168, November, 2006.

8.2. Trend internacionalizacije na bankarskom sektoru

8.2.1. Uvodna objašnjenja

Tržište na kojem se nalazi matična banka sa prekograničnim poslovanjem naziva se *home market* (ili home country), a tržište na kojem je matična banka osnovala svoje filijale ili podružnice naziva se *host market* (ili host country). U daljem tekstu uglavnom su korišćeni originalni izrazi home i host tržišta.

Pravni oblici stranih banaka. Filijala (branch) nije nezavisno pravno telo, već sastavni deo matične institucije. Ona može pružati sve usluge kao i matična banka, na bazi kapitalne osnove matične banke. Podružnica ili zavisna banka (subsidiary bank) je, kao i afilijacija, poseban pravni entitet koji je osnovan na domaćem tržištu, ali u kome strana matična banka ima većinsko vlasništvo.

Svaki od ovih oblika ima svoje prednosti i nedostatke. Jeftinije je osnovati filijalu nego podružnicu. Filijale su pogodne za obavljanje poslova korporativnog bankarstva na domaćem tržištu, ali filijale zahtevaju strogu superviziju poslovanja, kako ne bi bio ugrožen poslovni položaj matične institucije. S druge strane, podružnica odgovara za

sopstveno poslovanje sopstvenom kapitalnom bazom i može da bankrotira, iako je matična banka solventna i obrnuto.

Način ulaska stranih banaka. Ulazak strane banke putem grinfild investiranja podrazumeva osnivanje nove institucije, dok merdžer ili akvizicija podrazumevaju kupovinu vlasništva u domaćoj banci. Putem M&A strana banka brzo ulazi na domaće bankarsko tržište, a sem toga dobija gotove kapacitete sa bazom klijenata i sa raspoloživim bankarskim kadrovima. Grinfild investicije u bankarski sistem drugih zemalja primenjuju se onda kada nema mogućnosti – ili nema finansijski povoljnih mogućnosti - da se izvrši merdžer ili akvizicija.

8.2.2. Generalni faktori

Značajna međunarodna ekspanzija banaka pokreće brojna pitanja koja se tiču determinanti i njihovih potencijalnih uticaja na oblikovanje bankarskih sektora. Neophodno je posebno razmatrati vlasničke oblike ulaska stranih banaka na domaća finansijska tržišta, pri čemu je osnovna podela na grinfild investicije kao i merdžere i akvizicije domaćih institucija. Pored toga, treba razlikovati oblike ulaska stranih banaka putem filijala i podružnica.

Međunarodna ekspanzija putem osnivanja filijala ili podružnica na prekograničnim tržištima pokazuje znatne oscilacije u toku poslednjih 40-ak godina. Broj stranih filijala banaka beležio je rast od 1960-ih do sredine 1980-ih, a potom pad nakon 1985. godine. S druge strane, broj prekograničnih M&A na bankarskom sektoru značajno raste od 1990-ih godina.[175]

Glavni razlog zašto banke preferiraju ulazak na strana bankarska tržišta putem prekograničnih merdžera ili akvizicija je činjenica da se time obezbeđuje značajan tržišni udeo za jako kratko vreme, kao i povoljnije šanse za korišćenje domaće baze klijenata, kao i postojećih distribucionih kanala.

U istraživanjima problematike internacionalizacije banaka pojavljuju se dva koncepta. Po jednoj tezi, banke „prate klijente“, pa prekogranična ekspanzija banaka dolazi kao produkt internacionalizacije proizvodnog sektora. Po drugoj tezi, prekogranična M&A banaka nastaje usled šansi da se ostvare veći prinosi na kapital nego na domaćim bankarskim tržištima. Polazeći od ove druge teze, mogu se naznačiti tri najznačajnija faktora internacionalizacije banaka: šanse za realizaciju natprosečnog profita, institucionalne karakteristike i ekonomske integracije.

Najznačajniji faktor u formiranju trenda internacionalizacije banaka su šanse za realizaciju natprosečnog profita. U tom smislu je veličina banke važan faktor, a empirijska istraživanja nalaze pozitivnu vezu između veličine banaka i stepena njihove

[175] Dario Focarelli, Alberto Pozzolo, „Where Do Banks Expand Abroad?“, *Journal of Business*, vol. 78, br. 6, 2005.

internacionalizacije.[176] Tako su na stranim tržištima daleko više prisutne velike banke sa inovativnim i agresivnim razvojnim strategijama.

Potencijalna komparativna prednost zapadnoevropskih banaka na tržištima zemalja u razvoju je i njihova sposobnost da izvrše diversifikuju poslova, kao i da na bolji način apsorbuju rizike. To ima uticaj na povećanje profitabilnosti, kako po liniji povećanja prihoda, tako i smanjenja troškova. Veće bankarske institucije, koje imaju matične centrale u zemljama Zapadne Evrope, imaju određene konkurentske prednost u smislu poznavanja savremenih bankarskih tehnika analize i upravljanja sredstvima, kao i većih mogućnosti pribavljanja dodatnih bankarskih sredstava za plasman.

U istraživanju prekograničnih M&A banaka u okviru zemalja OECD, Focarelli i Pozzolo dolaze do zaključka da se banke šire ka zemljama gde je bruto domaći proizvod (BDP) po stanovniku niži, gde je stepen obrazovanja viši, gde su kreditna i finansijska tržišta razvijena i gde je stopa inflacije niža, pri čemu su sva ova merila usmerena na očekivanja visokog ekonomskog rasta. Dokaz je ekspanzija banaka ka zemljama sa relativno nižim nivoom dohotka i značajnim potencijalom za razvoj, što je slučaj sa istočnoevropskom zemljama. [177]

U evropskom bankarskom sistemu zapažene su razlike u visini kamatnih stopa, koje su naročito značajne kada se uporede razvijenije i manje razvijene evropske zemlje. Kada bi postojalo perfektno integrisano evropsko bankarsko tržište, razlike u kamatnim stopama za iste stepene rizika bile bi zbrisane. Međutim, u stvarnosti postoje često i značajne razlike u visini kamatnih stopa za iste nivoe rizika. U praksi se ove razlike objašnjavaju razlikama u pogledu rizika zemlje (country risk), kao i nekim institucionalnim faktorima. Ipak takva objašnjena ne pokrivaju, bar ne u celosti, razlike u visini kamatnih stopa, što pokazuje činjenica da su banke iz razvijenijeg dela Evrope jako stimulirane da transferišu značajna bankarska sredstva preko svojih filijala i podružnica u manje razvijene evropske zemlje (tzv. carry trade), čime realizuju natprosečne profite.

U kontekstu traženja šansi za realizaciju natprosečnih profita, banke biraju one poslovne linije na kojima smatraju da imaju komparativnu prednost. Tako banke koriste svoje komparativne prednosti u vidu sposobnosti da privuku veće kvantume kapitala za plasman, poznavanja savremenih bankarskih tehnologija, metoda upavljanja rizicima itd.

Trend internacionalizacije banaka povezan je sa procesom ekonomskog povezivanja zemalja. Integracija banaka teži da bude veća – pod ostalim jednakim okolnostima – ukoliko je veći nivo trgovinske razmene ili stranih direktnih ulaganja. Ali na integraciju banaka deluju i neekonomski faktori kao što su jezičke i kulturološke sličnosti (koje su bile od izuzetne važnosti kod internacionalizacije španskih banaka). Istraživanje sprovedeno na uzorku 260 velikih banaka (veličine bilansne aktive preko $25 milijardi) u

[176] Dario Focarelli, Alberto Pozzolo, „The patterns of cross-border bank mergers and shareholding in OECD countries“, *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, issue 12 ,2001.

[177] Dario Focarelli, Alberto Pozzolo, „Where Do Banks Expand Abroad?“, *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, 2005.

OECD zemljama pokazalo je da stepen integracije home i host zemalja ima pozitivan uticaj na verovatnoću ekspanzije banaka.[178]

U brojnim istraživanjima došlo se do zaključka da su u formiranju procesa integracije banaka sa home i host tržišta veoma značajni faktori: geografska udaljenost, obim bilateralnih trgovinskih tokova i bilateralnih stranih direktnih ulaganja, zatim lingvistička sličnost.[179] Pri tome, internacionalna ekspanzija bankarskih grupa ima povratni efekat u smislu jačanja ekonomskog povezivanja home i host tržišta.

8.2.3. Trend internacionalizacije na tržištima Centralne i Istočne Evrope

U toku protekle decenije strani investitori preuzeli su brojne banke u bivšim socijalističkim zemljama. Prema podacima UniCredit Bank iz 2008. godine, udeo stranog vlasništva iznosi 75% u Centralnoj Evropi i čak 83% u SEE.[180]

Postavlja se pitanje šta zemlje u tranziciji čini unosnim ciljnim tržištima za strane investitore. Varijable poput geografske udaljenosti, jezičkih i kulturoloških sličnosti u odnosu na home zemlju i regulatorne i supervizorske strukture su značajne determinante u donošenju odluke za ulazak na strano tržište. Takođe, kod prekograničnih preuzimanja nivo ekonomskog razvoja host zemlje ima veliki značaj. Banke koje se locirane u zemljama sa stabilnim makroekonomskih okruženjem imaju veće šanse da postanu predmet preuzimanja u odnosu na banke koje su locirane u ekonomski nestabilnim okruženjima. Takođe su veoma bitne individualne karakteristike targeta i akvizatora u zemljama u tranziciji. Karakteristike ciljnih banaka, poput veličine, performansi i efikasnosti su važni pokazatelji verovatnoće preuzimanja. Banke ulaze na tržišta gde imaju institucionalne konkurentske prednosti u odnosu na lokalne konkurente.

Postoje značajne razlike u nivoima internacionalizacije bankarskih sektora EU-15 i u novim zemljama članicama EU, posebno u pogledu uloge podružnica. Strane institucije u novim zemljama članicama drže čak 70,3% ukupne bankarske aktive, dok u EU-15 imaju svega 27,8%. Dominantan oblik ogranizovanja stranih banaka u novim zemljama članicama su podružnice, koje imaju 62,4% tržišnog udela ukupne bankarske aktive (od čega u 58% slučajeva se radi o matičnoj banci u EU (Grafikon 8-3). Kao razloge možemo navesti sledeće:[181]

- ograničena odgovornost matične banke u pogledu poslovanja podružnica,

[178] Dario Focarelli, Alberto Pozzolo, „Where Do Banks Expand Abroad?“, *Journal of Business*, vol. 78, br. 6, 2005.

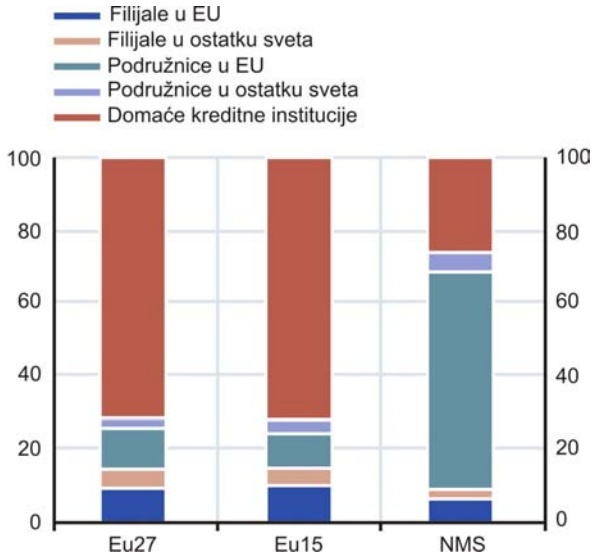
[179] Pogledati radove Buch i Delong (2004), Focarelli i Pozzollo (2005)

[180] http://www.unicreditbank.ee/en/news/press/20080715051556/

[181] H. Borchgrevnik, T. G. Moe „Management of Financial Crises in Cross-Border Banks“, Nordes Bank, *Economic Bulletin*, 2004, Q-4.

- podružnica banke je u većoj mogućnosti da održava povezanost sa lokalnim tržištem,
- podružnica banke održava članstvo u nacionalnoj šemi osiguranja depozita.

Grafikon 8-3. Udeo filijala i podružnica stranih banaka u 2007. godini



Izvor: ECB, EU Banking Structures, 2008.

8.3. Finansijska regulacija i supervizija u Evropskoj uniji

8.3.1. Generalna osnova

Smanjenja rizika u bankama ostvaruju se na makro nivou kroz razne oblike državnog nadzora i kontrole poslovanja banaka. Regulacija banaka odnosi se na uspostavljanje određenih pravila koja su usmerena na minimiziranje bankarskih rizika i očuvanje solventnosti banaka. Dalje sprovođenje tih pravila i opreznosni nadzor nad poslovanjem banaka vrši u svakoj zemlji odgovarajuća državna institucija za superviziju.[182]

Važno je razlikovati prudencionu regulaciju od tržišne kontrole. Prudencionu regulaciju banaka i drugih finansijskih institucija sprovode nadležne državne institucije. Tržišna kontrola odnosi se na sagledavanje kontrapart rizika od strane neposrednih poslovnih partnera, polazeći od toga da svaki tržišni subjekt snosi odgovornost za sve rizike koje preuzima. U tom smislu tržišna kontrola – kao interakciona kontrola poslovnih partnera -

[182] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Center for Peace and Development, Beograd, 2006., str. 391.

predstavlja značajnu dopunu regulacione kontrole koju sprovode nadležne državne institucije. I regulaciona i tržišna kontrola treba da se zasnivaju na transparentnosti svih bitnih činjenica i strategija koje utiču na formiranje kreditnih i drugih rizika finansijskih institucija i firmi iz sektora realne ekonomije.

Finansijska supervizija finansijskog sektora obuhvata aktivnosti banaka i osiguravajućih kompanija kao i poslovanje sa hartijama od vrednosti na finansijskim tržištima. Kod bankarskih i osiguravajućih kompanija, prudenciona supervizija je glavni pristup u obezbeđenju zaštite solventnosti institucija. Instrumenti prudencione supervizije su kompleksni i odnose se na celinu poslovanja kompanije, uključujući njihove fiijale i podružnice. Njihova osnova nalazi se u sprovođenju principa iz dokumenata *Bazel II* za bankarske institucije odnosno *Solvency II* za osiguravajuće kompanije.

Banke kao specifične finansijske institucije podvrgnute su posebnom regulatornom režimu koji, pored zaštite solventnosti poslovanja banke, takođe štiti deponente od gubitaka koje bi mogli pretrpeti ukoliko bi banka prestala da bude sposobna da izvršava svoje obaveze prema deponentima.

Potreba opreznije regulacije banaka proizlazi iz mogućnosti da one namerno ulaze u poslove sa visokim rizicima koji potencijalno mogu doneti prinose veće od standardnih. Ukoliko rizične operacije banaka pretrpe neuspeh, banke bi mogle da postanu nesolventne. Da deponenti ne bi pretrpeli gubitak uloženih sredstava u banke koje bi postale nesolventne, uveden je sistem osiguranja depozita. Međutim, sistem osiguranja depozita otvara problem moralnog hazarda koji se sastoji u tome da banke imaju podsticaj da preuzimaju preterane rizike. Naime, banke mogu da procenjuju – i to je suština moralnog hazarda - da ako rizične operacije pokažu uspeh, dobit pripada bankama, a u slučaju gubitka na tim rizičnim operacijama, gubitak snosi državni sistem osiguranja depozita. Ako se uvede sistem osiguranja depozita, a u prisustvu moralnog hazarda, mora da postoji prudenciona kontrola banaka od strane državne regulatorne institucije i njene supervizije.[183]

Regulacija i supervizija banaka takođe predstavlja sredstvo za smanjenje sistemskog rizika u bankarstvu. Sistemski rizik znači rizik da se kriza veće banke proširi na čitav bankarski sistem, uz opasnost da se kriza prelije na realni sektor ekonomije. Pod sistemskim rizikom se podrazumeva rizik da bankrotstvo jedne veće banke ili neke veće nebankarske finansijske institucije može da dovede do lančanog bankrotstva drugih banaka i finansijskih institucija, pa čak i do sloma bankarskog i finansijskog sistema zemlje. Da bi se to sprečilo, postoji nepisano pravilo da država spasava velike banke, pa čak i druge finansijske institucije (pravilo poznato kao „too big to fail“). Finansijske institucije često uzimaju u obzir to nepisano pravilo u svojim aktivnostima, pri čemu smatraju da će država intervenisati u cilju njihovog spasavanja. To je dodatni razlog za sprovođenje regulacione kontrole i supervizije pre svega banaka, a u novije vreme i drugih finansijskih institucija.

[183] Cit. delo, glava 25.

Sistemi finansijske supervizije u zemljama članicama EU su još uvek heterogeni i odražavaju specifičnosti nacionalnih finansijskih tržišta i različite pravne okvire. Evropsko zakonodavstvo finansijskih tržišta bazirano je na konceptu po kojem svaka zemlja članica priznaje validnost odgovarajućih zakona, regulative i standarda druge zemlje članice. Taj princip je uključen u Drugu bankarsku koordinacionu direktivu iz 1989. godine, koja svim kreditnim institucijama koje su dobile licencu u jednoj državi članici EU daje automatsko pravo poslovanja u svim državama članicama EU (tzv. jedinstveni pasoš). Princip međusobnih priznanja baziran je na dva bitna koncepta, a to su: kontrola home zemlje i harmonizacija minimalnih strandarda.

8.3.2. Struktura finansijske supervizije u EU

Na planu kreiranja adekvatne strukture finansijske supervizije, Evropska unija je suočena sa dva značajna pitanja. Prvo pitanje glasi: da li na nacionalnom nivou usvojiti jedinstvenu supervizorsku instituciju ili sektorske supervizorske institucije. Drugo pitanje: kakav je adekvatan model nadnacionalne kooperacije supervizorskih institucija, pre svega za velike finansijske institucije sa prekograničnim poslovanjem.

Pitanje integrisane finansijske regulacije u EU često je pokretano iz praktičnih razloga. Kompanije koje posluju širom tržišta zemalja EU imaju teškoće u komunikaciji sa 27 različitih regulatornih institucija. Veliki broj regulacionih pravila donet je na nivou Evropske unije. Za svaki segment finansijskog sektora – za bankarstvo, osiguranje i hartije od vrednosti - formirani su odgovarajući komiteti koji rade na razradi ovih pravila. Međutim, konstatovano je da ovi komiteti (koji se formalno nazivaju komiteti na nivou 3 u okviru Lamfalussy-evog višeslojnog modela donošenja odluka u EU) nemaju dovoljno ovlašćenja. Stoga je u sadašnjem procesu revizije regulacionog sistema EU predviđena transformacija ovih komiteta u regulatorna tela (authorities) sa pravom donošenja obaveznih supervizorskih standarda, zatim odluka u sporovima između nacionalnih regulatorih tela u home i host zemljama itd.

U okviru EU i dalje ostaje na snazi *nacionalna* supervizija koja se odnosi na superviziju domaćih finansijskih institucija. Što se tiče prekograničnih finansijskih institucija, projektovana revizija supervizorskog sistema EU i daje zadržava sistem home i host supervizorskih institucija. Eventualne sporove između njih rešavaju regulatorna tela na nivou EU i to posebna tela za bankarstvo, osiguranje i za hartije od vrednosti.

U kontekstu promena finansijske strukture, otvoreno je pitanje odgovarajućeg modela finansijske supervizije. Moguće je identifikovati bar dva osnovna modela finansijske supervizije koji se i primenjuju u zemljama članicama EU:[184]

- *Sektorski model* (institucionalna supervizija) koji prati tradicionalnu segmentaciju finansijskog sistema na tri glavna sektora (bankarstvo, osiguranje i tržište hartija

[184] Enrico Cervellati, Eleonora Fioriti, Financial Supervision in EU Countries, 2006., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873064 (pregledano 25.10.2008.)

od vrednosti) i baziran je na striktnoj podeli nadležnosti. To znači da za svaki segment finansijskog sistema postoji posebna supervizorska institucija. Negativna strana ovog modela supervizije je što se u kontekstu integracije finansijskih tržišta i finansijskih institucija brišu jasne granice između finansijskih sektora. U Evropi ovaj model supervizije sprovode Grčka, Španija i Portugal.

- *Model jedinstvene supervizorske vlasti* u kojem postoji samo jedna supervizorska institucija, koja ima nadležnost na svim finansijskim tržištima i sektorima. Tako su skandinavske zemlje, Velika Britanija, Nemačka, Austrija, Irska i Belgija usvojile model jedinstvene supervizorske vlasti. Jedinstveni model supervizije bio je dominantan u ranijoj fazi razvoja finansijskih sistema, kada je centralna banka bila jedina institucija supervizije, ali tada su banke činile jako dominantan deo ukupne strukture finansijskih institucija. Danas, jedinstvenu superviziju sprovodi institucija koja je nezavisna od centralne banke i odgovorna je za regulaciju i superviziju svih segmenata finansijskog sektora (bankarstva, osiguranja i tržišta hartija od vrednosti). Ovakav model integrisane supervizije najpre je razvijen sredinom 1980-ih godina u skandinavskim zemljama (Norveškoj, Danskoj i Švedskoj). Model jedinstvene supervizorske institucije primenjuje se i u nekim istočnoevropskim zemljama (Poljskoj, Mađarskoj i Republici Češkoj).

Postoje brojni su razlozi za integraciju supervizije banaka i nebankarskih finansijskih institucija (odnosno tržišta hartija od vrednosti). Naime, bankarske institucije se sve više bave i poslovima sa hartijama od vrednosti. Isto tako, ima dosta razloga za integraciju prudencione supervizije bankarskih institucija i osiguravajućih kompanija. [185]

8.3.3. Prekogranični finansijski konglomerati

U uslovima globalizacije bankarskog poslovanja, banke su značajno proširile svoje aktivnosti van zemalja zvaničnog sedišta, uključujući osnivanje velikog broja podružnica u inostranstvu. Na taj način dolazilo je i do transfera poslovne aktivnosti banaka iz zemalja sa strožim bankarskim zakonodavstvom u zemlje sa blažom regulativom.

Finansijske integracije stvorile su osnovu za značajnije kreiranje finansijskih konglomerata. Ove finansijske institucije, koje obično imaju prekogranično poslovanje, iziskuju kreiranje novog, integrisanog sistema supervizije koji bi pokrio sve njihove aktivnosti, na nacionalnom i prekograničnom nivou. Evropska direktiva o finansijskim konglomeratima propisuje da jedinstvena supervizorska institucija kontroliše različite finansijske aktivnosti kojima se konglomerati bave.

Regulacioni i supervizorski sistem u EU posvećuje posebnu pažnju velikim i kompleksnim finansijskim institucijama, jer bi njihova eventualna nelikvidnost ili

[185] Eddy Wymeersch, The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors, 2006. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946695 (pregledano 01.11.2008)

nesolventnost imala *sistemski efekat* na sve zemlje u kojima ove institucije posluju, kao i na EU kao celinu. Procenjeno je da u EU sada ima najmanje 50 finansijskih institucija koje imaju znatno tržišno učešće u drugim zemaljama EU. Ove instititucije su suviše velike da bi propale (too big to fail), pa mogu da računaju na preferencijalni tretman u periodima finansijskih teškoća. To je istovremeno podstrek da finansijske institucije postanu što veće i kompleksnije kako bi iskoristile podršku državnih finansijskih sigurnosnih mreža.

Ekonomski i finansijski savet Evropske unije (ECOFIN) je maja 2008. godine odlučio da se osnuju *supervizorski koledži* za sve evropske bankarske grupe sa prekograničnim poslovanjem. Koledži supervizora formiraju se za svaku internacionalnu bankarsku grupu posebno. Ovi koledži predstavljaju radne grupe u koje su uključeni predstavnici supervizorskih institucija koje su relevantne za dotičnu prekograničnu bankarsku grupu.

U okviru zajedničkog upravljanja finansijskom krizom, juna 2008. godine je dogovoreno stvaranje *prekograničnih grupa za stabilnost* (cross-border stability groups). U njihovom sastavu su ne samo supervizorske institucije, već i ministarstva finansija, centralne banke i drugi bitni entiteti u cilju rešavanja kriza bankarskih grupa sa prekograničnim poslovanjem.[186]

8.3.4. Aranžmani Bazelskog komiteta

Organizacioni nosilac međunarodne koordinacije prudencionih pravila za banke je Bazelski komitet za bankarsku superviziju (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS). Bazelska pravila prudencione supervizije prihvatilo je preko 100 zemalja. Smatra se da bankarstvo neke zemlje nema zadovoljavajući kredibilitet, ukoliko nisu usvojena bazelska pravila o solidnom poslovanju banaka.[187]

Bazelski komitet do sada je doneo tri važna dokumenta koji se odnose na regulisanje i superviziju kreditnih rizika (Bazel I iz 1988. godine), regulisanje tržišnih rizika banaka (amandman iz 1996. godine) i regulisanje kreditnog rizika, uz mogućnost paralelenog postojanja centralizovanog kao i internih rejting sistema banaka (Bazel II iz 2004. godine). Bazelskim sporazumom određena je minimalna stopa kapitala u odnosu na riziko ponderisnu aktivu banaka. Supervizorske institucije mogu zahtevati i veću stopu od minimalne, ukoliko ocene da za to postoji potreba.

Aktuelni dokument bazelskog komiteta o prudencionoj kontroli i superviziji banaka sadrži tri stuba. Prvi stub reguliše formiranje minimalnog obaveznog kapitala banaka, drugi stub se odnosi na superviziju banaka, a treći stub tretira tržišnu disciplinu banaka. Težište prudencione kontrole je na prvom stubu, ali je ukazano da prvi stub mora da bude

[186] Daniel C. Hardy, „A European Mandate for Financial Sector Supervisor in the EU“, *IMF Working Paper* 09/5, january 2009.

[187] Milutin Ćirović, *Bankarstvo*, 2006., str. 394.

pojačan drugim i trećim stubom, tako da sva tri stuba čine kompletnu celinu prudencionog regulisanja.[188]

Drugi stub koji se odnosi na superviziju banaka treba da obezbedi da se kontroliše da li je nivo obaveznog kapitala u skladu sa propisima. Samu superviziju obavljaju za to određene supervizorske institucije na osnovu podataka koje banke dostavljaju. Pored toga, sprovodi se i neposredna kontrola poslovanja banaka, u ciljem provere dostavljenih podataka i utvrđivanja činjeničnog stanja.

Glavna karakteristika okvira supervizorske kooperacije Bazelskog komiteta odnosi se na potrebu da internacionalne bankarske grupe budu podvrgnute superviziji na konsolidovanoj osnovi, tako da budu pokriveni svi aspekti poslovanja na nacionalnom i prekograničnim tržištima. Konsolidovana supervizija internacionalnih bankarskih grupa zahteva efektivnu kooperaciju i razmenu informacija između home i host supervizora. Implementacija standarda Bazela II od strane ovakvih bankarskih grupa nalaže posebnu potrebu razmene informacija. U tom pogledu očekuje se da primena Bazela II dovede do efektivnije kooperacije i razmene informacija.[189]

8.4. Regulatorni izazovi za prekogranično bankarstvo

Kod regulacije prekograničnih banaka treba imati u vidu da su njihove podružnice nezavisni pravni entiteti, dok filijale to nisu. Ova podela na podružnice i filijale prekograničnih banaka prati i podela nadležnosti nacionalnih regulatornih/supervizorskih institucija. Tako su regulatorne/supervizorske institucije host zemlje odgovorne za poslovanje *podružnica* prekograničnih banaka. Poslovanje *filijala* stranih banaka je pod supervizijom odgovarajuće institucije home zemlje, ali je predviđeno da i supervizori host zemlje mogu da učestvuju u vanrednim situacijama da bi se zaštitila prava deponenata (član 33 Capital Requirement Directive).

Gornji koncept podele nadležnosti nacionalnih regulatornih/supervizorskih institucija u home i host zemljama pokreće pitanje uloge monetarnih i finansijskih vlasti u home i host zemljama ukoliko dođe do nelikvidnosti ili nesolventnosti podružnica i filijala prekograničnih banaka.

Prema tradicionalnom konceptu, u slučaju *nelikvidnosti* banke u domaćem bankarskom sistemu, centralna banka te zemlje vrši kreditiranje u krajnjoj instanci (lender of last resort). Ali u ovom tradicionalnom konceptu nije pretpostavljeno da u domaćem sistemu funkcionišu prekogranične banke, čije centrale u home zemlji vode politiku likvidnosti

[188] Cit. delo, str. 395.

[189] BIS, Principles for Home-Host Supervisory Cooperation and Allocation Mechanisms in the Context of Advanced Measurement Approaches (AMA), Basel Committee on Banking Supervision, February 2007.

ukupne bankarske grupe. Kako u savremenom finansijskom sistemu prekogranične banke bitno utiču na politiku likvidnosti svojih podružnica i filijala u host zemljama, to bi centralne banke u home i host zemlji trebalo da dogovorno reše problem nelikvidnosti.

U slučaju *nesolventnosti* filijale ili podružnice prekogranične banke, saniranje zahteva angažovanje sredstava fiskalnog sistema (dakle novca poreskih obaveznika). Bilo bi nelogično da poreski obveznici host zemlje spasavaju banke čije su centrale u nekoj drugoj zemlji, jer bankarskoj grupi pripadaju ostvareni profiti, ali i gubici. Taj princip bi važio bez obzira da li se radi o podružnicama ili filijalama prekograničnih banaka.

Restrukturiranje bankarske grupe Nordea je dobar primer za izazove supervizije u prekograničnom bankarstvu. Naime, u ovoj bankarskoj grupi izvršena je konverzija norveških, finskih i danskih podružnica u odgovarajuće filijale. Usled prelaska banke na režim evropske kompanije, supervizija ove bankarske grupe trebalo bi da pređe u ruke švedskih supervizorskih vlasti. Problem zaštite deponenata postaje problematičan, jer sada potpuni rizik snosi švedski sistem, dok prethodne garancije finskog sistema prestaju da važe. Takođe se postavlja pitanje kreditora krajnje instance. Kada se radi o velikoj bankarskoj grupi koja zajedno sa podružnicama i filijalama ima značajnu veličinu u odnosu na finansijski sistem host zemlje, određeni uticaj host supervizije treba uzeti u obzir. U slučaju Nordea, finske vlasti izražavaju zabrinutost zbog transfera supervizije na Švedsku. Ovo bi moglo da dovede do stvaranja političkog rizika u host zemlji, jer na finskom tržištu ova grupa ima učešće od oko 40%. Stoga bi tebalo da bude postignut neki dogovor između dve supervizorske institucije.[190]

Tabela 8-4. Stavovi home i host sistema pogledu podrške u slučaju finansijske krize u prekograničnoj banci

	Banka je velika u host sistemu	Banka je mala u host sistemu
Banka je velika u home sistemu	1. Obe strane su zainteresovane za pružanje podrške	2. Strane imaju različite stavove u pogledu pružanja podrške
Banka je mala u home sistemu	3. Strane imaju različite stavove u pogledu pružanja podrške	4. Podrška izostaje

Izvor: H. Borchgrevnik, T. G. Moe, „Management of financial crises in cross-border banks“, Nordges Bank, *Economic Bulletin* Q4, 04/2004.

Uzmimo slučaj banke koja na home tržištu nema veliko tržišno učešće, ali na host tržištu ima značajnu mrežu filijala. Bankrotstvo takve banke za home tržište nema sistemski značaj, ali na host tržištu to može da dovede do destabilizacije bankarskog sistema.

[190] Eddy Wymeersch, The Future of Financial Regulation and Supervision in Europe, 2005. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=728183 (pregledano 21.10.2008.)

Centralno pitanje glasi: Da li bi u kriznim situacijama institucije home sistema uzele u obzir efekte koje kriza može imati na bankarske sisteme u zemljama u kojima matična banka posluje? Kako manje zemlje imaju male ekonomske mogućnosti da upravljaju krizom, to su one zainteresovane da home sistemi preuzmu veću odgovornost za rešavanje kriza koje su prenete preko podružnica i filijala inostranih matičnih banaka.

ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Hipoteze
Rezultati istraživanja
Naučni doprinos doktorske disertacije

Hipoteze

Istraživački program u ovoj doktorskoj disertaciji odnosi se na razmatranje ključnih aspekata merdžera i akvizicija u bankarskim sistemima evropskih zemalja. Okosnicu ove doktorske disertacije čine dve osnovne hipoteze, naime:

(1) da postoje bitne razlike između merdžera i akvizicija banka u razvijenim zemljama Evropske unije odnosno u tranzicionim (bivšim socijalističkim) zemljama i

(2) da na planu performansi merdžera i akvizicija često postoje značajne razlike između projektovanih i ostvarenih sinergija.

U doktorskoj disertaciji su ove centralne hipoteze detaljno istražene, potvrđena njihova naučna održivost i objašnjeni faktori i mehanizmi koji ih kreiraju.

Jak zamah merdžera i akvizija bankarskih institucija u razvijenim zemljama Evropske unije ocenjen je kao sastavni deo globalnih procesa prekompozicije i ukrupnjavanja banaka, ali takođe kao rezultat stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta koje je podstaknuto uvođenjem evra kao jedinstvene valute. Promocija povećavanja konkurentnosti na realnom i finansijskom sektoru je institucionalna osnova za jačanje merdžera i akvizicija banaka u cilju povećavanja efikasnosti poslovanja i povećavanja konkurentnosti u kontekstu globalizacije.

Što se tiče merdžera i akvizicija banaka u tranzicionim evropskim zemljama, u radu je postavljena hipoteza da se radi o potpuno drukčijem tipu vlasničke transformacije čija je osnova u političkoj odluci da se u kratkom vremenu izvrši privatizacija većeg dela ranije državnih bankarskih institucija. Dok su merdžeri i akvizije banaka u razvijenim zemljama Evropske unije značili transfer vlasničkih prava između akcionarskih grupa privatnih vlasnika, dotle je u tranzicionim zemljama došlo do akvizicije ranije državnih banaka pretežno od strane banaka iz razvijenih zemalja Evropske unije. Ekonomski aspekt ove tranzicije na bankarskom sektoru bio je da se izvrši znatno povećanje efikasnosti bankarskog sistema, uvođenje savremene finansijske tehnologije i savremenih metoda upravljanja rizicima.

U doktorskoj disertaciji su razmatrani efekti ovih transformacionih promena kako kod razvijenih zemalja EU tako i kod tranzicionih zemalja. Pri tome su razmatrani efekti na povećavanje profitabilnosti banaka obe grupe zemalja u sklopu šireg posmatranja

ukupnih performansi banaka. Promene performansi banaka se obično posmatraju u kontekstu promena u konkurentnosti na bankarskom tržištu, pa su stoga u disertaciji razmotreni teorijski i empirijski aspekti dejstva merdžera i akvizicija na promenu stepena konkurentnosti na bankarskom sektoru.

Efekti medžera i akvizicije banaka u ovoj disertaciji nisu posmatrani samo iz makro aspekta. Rezultati merdžera i akvizicija banaka su vrlo značajni i iz mikro aspekta, jer i u svetu i u Evropi postoji značajan rizik da merdžeri i akvizicije mogu da budu neuspešni. Zbog toga je u doktorskoj disertaciji detaljno razmatrano projektovanje fuzija i akvizicija, i postakviziciona integracija. Ova razmatarnja su značajna za otkrivanje potencijalnih sinergija koje mogu da nastanu na osnovu merdžera i akvizicija. Ali je isto tako značajno da se potencijalne sinergije i realizuju u postakvizicionoj integraciji.

Najzad, u disertaciji je razmatrana problematika regulacije i supervizije banaka, naročito u kontekstu prekograničnih merdžera i akvizicija. Imajući u vidu sadašnju globalnu finansijsku krizu, koja je preneta i na evropski kontinent, u fokusu je preispitivanje adekvatnosti sadašnjih regulacionih aranžmana i posebno njihovog sprovođenja u praksi preko supervizorskih agencija. To je od posebnog značaja za tranzicione zemlje u kojima je pretežan deo domaćih bankarskih sistema prešao u ruke stranih banaka, pa se postavlja pitanje koje su supervizorske agencije nadležne za filijale i podružnice banaka čije su centrale u drugim zemljama.

U doktorskoj disertaciji je sproveden komparativni pristup u sagledavanju mehanizama merdžera i akvizicija u razvijenim zemljama EU i u tranzicionim ekonomijama. To je takođe primenjeno u sagledavanju performansi akvizicija u ova dva velika segmenta evropskog bankarstva. Rezultati istraživanja pokazuju velike razlike kako u mehanizmima, tako i performansama merdžera i akvizicija.

Ova istraživanja ne sadrže samo ocenu procesa transformacije evropskog bankarstva u prethodnom periodu, već i značajne metodologije koje se mogu koristiti u budućem razvoju bankarstva na evropskom prostoru, a posebno daljih procesa merdžera i akvizicija u tim zemljama, uključujući i našu zemlju. U doktorskoj disertaciji je data sinteza brojnih studija koje su publikovane u literaturi i koje sadrže kako teorijske koncepte, tako i empirijska istraživanja.

Rezultati istraživanja

I

Istraživanja su započeta konstatacijom da struktura finansijskog sistema već nekoliko decenija preživljava značajne promene. Te promene se ogledaju u izmenjenom značaju pojedinih tipova finansijskih institucija, integrisanju raznih grupa finansijskih aktivnosti

na nivou kompleksnih finansijskih institucija kao i rasta veličine i opsega njihovog delovanja.

Deregulacija, informaciona tehnologija i globalizacija su osnovne pokretačke snage koje su dovele su do promena na bankarskom sekoru. Najznačajnija manifestacija delovanja ovih snaga je konsolidacija evropskog bankarskog sektora. Konsolidacije evropskih banaka znatno su ubrzane tokom 1990-ih godina. Regulatorne promene - od proglašenja Druge bankarske direktive do uvođenja jedinstvene valute - uklonile su većinu barijera za intenzivnija konsolidovanja na bankarskim sektorima. Ovo je uslovilo značajne promene u strukturi evropskog bankarskog sektora i strateškog ponašanja banaka.

Glavna ekonomska posledica ovih promena je povećanje nivoa konkurentnosti na bankarskim sektorima. Rast konkurentnosti je dalje uslovio pritisak na sužavanje kamatnih marži banaka, te su banke primorane da primene nove strategije kako bi unapredile svoju efikasnost i profitabilnost. Kao odgovor na menjajuće poslovno okruženje, banke su se orijentisale na intenzivnije sprovođenje M&A transakcija.

Osnovne pokretačke snage, koje su dovele do promena u strukturi finansijskih sistema, ujedno su osnovne makroekonomske determinante merdžera i akvizicija. Kao odgovor na fundamentalne promene u regulacionim propisima i na novu tehnologiju, finansijske institucije su nastojale da unaprede svoju efikasnost i privuku nove klijente, uvećavajući geografski radijus delovanja, kao i opseg proizvoda i usluga koje nude.

Pokretačke motive za sprovođenje M&A transakcija klasifikovali smo u tri kategorije. Prva grupa motiva je nastojanje da se postigne veća ekonomija obima i unapredi operativna efikasnost putem M&A. Druga grupa motiva vezuje se za stvaranje „nacionalnih šampiona", u smislu odbrane od preuzimanja od strane prekograničnih bankarskih grupa. Treća grupa motiva je vezana za potrebu da se stvore „sekundarna domaća tržišta", na kojima bi se ostvarivale značajne šanse za rast i povećanje prihoda.

Na osnovu empirijske analize efikasnosti poslovanja evropskih banaka, imajući u vidu njihove postakvizicione strategije, uočili smo da je u evropskom bankarskom sektoru naglašen motiv koji se sastoji u unapređenju operativne efikasnosti. Naime, u razvijenim zemljama EU je pre talasa konsolidovanja postojala niska koncentracija bankarskih institucija, sa pratećim viškom kapaciteta, što je dovodilo do toga da je operativna efikasnost bila na nižem nivou od optimalnog. Istraživanja troškovne efikasnosti komercijalnih banaka dovode do zaključka da su banke u proseku poslovale 10 do 20% ispod granice troškovne efikasnosti. Kod evropskih banaka su postojali snažni potencijali za troškovne uštede, tako da je većina M&A transakcija imala za cilj realizaciju troškovnih sinergija pre nego dohodovnih.

U kontekstu visoke koncentracije banaka u zapadnoevropskim zemljama i sve intenzivnije konkurencije koja je delovala u pravcu obaranja profitabilnosti njihovog poslovanja, veće banke sa prostora Zapadne Evrope usmerile su se na preuzimanje banaka u tranzicionim evropskim zemljama gde je koncentracija banaka slabija, a kamatne marže veće. Otvaranje privrednih i finansijskih sistema Centralne i Istočne

Evrope, a potom sistema Jugoistočne Evrope, označilo je mogućnost da zapadnoevropske banke uđu na ova tržišta i značajno izmene njihove bankarske sektore.

U tranzicionim zemalja došlo je do privatizacije većeg dela državnih banaka uglavnom putem akvizicija od strane banaka iz razvijenih evropskih zemalja. Zapadnoevropske banke su usvojile poslovnu strategiju zauzimanja većeg tržišnog učešća u tranzicionim evropskim zemljama. Razlozi leže pre svega u većoj profitabilnosti, jer se radi o tržištima koja su bila manje razvijena i efikasna, u kojima postoje značajne šanse za postizanje operativnih sinergija kao i za transfer menadžerskih znanja i tehnologija.

U skladu sa našom osnovnom hipotezom, zaključili smo da tržišni procesi i strukture u tranzicionim zemljama imaju određene specifičnosti u odnosu na razvijene zemlje. Iako procese konsolidovanja na oba dela evropskih bankarskih sektora u osnovi pokreću iste snage, procesi konsolidovanja na tržištima tranzicionih zemalja pokazuju određene specifičnosti. *Na razvijenim tržištima su konsolidovanja bila sredstvo za efikasno eliminisanje viška kapaciteta i postizanje veće operativne efikasnosti poslovanja. Međutim, na tranzicionim tržištima akvizicije su predstavljale sredstvo za svojinski transfer banaka iz državnih u privatne institucije sa intencijom da se poveća njihova ekonomska efikasnost i podrži njihovo veće uključenje u regionalne i globalne tokove kapitala i roba. Dok su procesi merdžera i akcizicija na razvijenim tržitima bili pokretani isključivo mikroekonosmim kriterijumima, dotle su ova konsolidovanja na tranzicionim tržištima bila pod jakim uticajem makroekonomskih i političkih faktora, pored mikroekonomskih faktora.*

U pogledu odnosa između koncentracije banaka i stepena konkurencije na bankarskom tržištu, u disertaciji nije nađena čvrsta veza između koncentracije i konkurentnosti. Taj zaključak je u suprotnosti sa tradicionalnim teorijskim konceptom, po kojem je veća koncentracija banaka povezana sa slabijim intenzitetom konkurencije na bankarskom tržištu. Najnovija evropska iskustva upućuju na zaključak da *tradicionalna veza koncentracije i tržišne konkurencije slabi u procesu konsolidovanja evropskih bankarskih sektora. U kontekstu tržišnih promena i evolucije sektora finansijskih usluga, politika konkurentnosti formira se na novi način.*

Razlike u sprovođenju programa merdžera i akvizicija u razvijenim i tranzicionim evropskim zemljama su i u tome što su *na razvijenim tržištima prekogranični merdžeri povremena pojava, dok su u tranzicionim zemljama predstavljali značajan deo ukupne aktivnosti konsolidovanja.* Prekogranična ekspanzija banaka podstaknuta je ciljem integracije evropskih finansijskih sistema i trebalo bi da doprinese povećanju efikasnosti poslovanja na bankarskim sektorima.

Iako su procesi stvaranja jedinstvenog finansijskog tržišta u EU podrazumevali značajne prekogranične merdžere i akvizicije, u praksi se pokazalo da i dalje postoje razne barijere koje su otežavale ove procese. U zemljama EU najmanji stepen integracije finansijskih tržišta ostvaren je na sektoru bankarstva usmerenog na stanovništvo (retail banking), dok je najveći stepen integracije postignut na sektoru novčanog tržišta. Visok stepen

integracije na sektoru novčanog tržišta ostvaren je u funkciji sprovođenja jedinstvene monetarne politike preko Evropske centralne banke.

Međutim, prekogranično bankarstvo je vrlo brzo razvijeno u tranzicionim evropskim zemljama. Učešće stranih banaka u tranzicionim zemljama je u 2008. godini iznosilo Centralnoj Evropi 75%, a u Jugoistočnoj Evropi čak 83%. Strane banke su se u tranzicionim zemljama prvenstveno orijentisale na poslovanje sa stanovništvom i malom privredom.

Komparativna prednost zapadnoevropskih banaka u tranzicionim zemljama jednim delom proističe iz njihove bolje poslovne i organizacione sposobnosti koja je proistekla iz njihovog dugogodišnjeg poslovanja u kontekstu jake konkurencije na razvijenim tržištima. Drugi deo njihove komparativne prednosti sastoji se u mogućnosti lakšeg transfera finansijskih sredstava iz matičnih banaka i to u prisustvu dosta velikih razlika u visini kamatnih stopa na zapadnoevropskim i istočnoevropskim bankarskim tržištima. Ovaj transfer sredstava (carry trade) u tranzicione ekonomije bio je ujedno i izvor većih profitnih stopa koje su te banke ostvarivale na tranzicionim tržištima.

Istraživanja problematike prekograničnih merdžera i akvizicija zaokružena su analizom regulacije i supervizije banaka koja se odnosi na Evropsku uniju i posebno na prekogranične merdžere i akvizicije banaka, uključujući banke koje su izvan EU. Pokazano je da su finansijske integracije stvorile osnovu za značajnije kreiranje internacionalnih bankarskih grupa. Ove finansijske institucije stvaraju potrebu da se kreira odgovarajući sistem supervizije, imajući u vidu da se matične banke nalaze u jednoj državi, a filijale i podružnice u drugim državama, od kojih su neke van okvira EU.

Kako je sadašnja finansijska kriza otkrila slabosti u sistemu regulacije i suprervizije banaka i drugih finansijskih institucija, u toku je preispitivanje čitavog sistema regulacije i supervizije. U ovoj disertaciji je prihvaćen vladajući stav da sistem regulacije mora u osnovi da bude jedinstveno postavljen za sve zemlje EU, s tim da regulaciona agencija svake zemlje ima pravo da pooštri standarde u pogledu obaveznog kapitala, ukoliko smatra da je to potrebno.

Međutim, glavni problemi su na terenu supervizije. U doktorskoj disertaciji je prihvaćen stav da svaka velika bankarska grupa treba da bude pod kontrolom supervizorskog koledža koji je za svaku bankarsku grupu posebno komponovan od predstavnika supervizorskih institucija zainteresovanih zemalja. Za ostale bankarske institucije za sada važi pravilo da su filijale banaka sa prekograničnim poslovanjem pod nadzorom supervizorske institucije matične zemlje (home country), a za podružnice banaka sa prekograničnim poslovanjem pod nadzorom supervizorske institucije zemlje u kojoj se podružnica nalazi (host country). Međutim, u disertaciji je ukazano da bi ova pravila trebalo modifikovati bar u tom smislu da i finansijske vlasti (tj. budžet) zemlje gde su locirane matične banke snose deo odgovornosti za saniranje nesolventnih podružnica i filijala, imajući u vidu da matične banke po pravilu vode politiku rizika i politiku likvidnosti.

II

Druga hipoteza u istraživanju odnosi se na performanse merdžera i akvizicija sprovedenih na evropskom bankarskom sektoru, a za koje smo pretpostavili da često nisu u skladu sa projektovanim parametrima. U tom kontekstu smo ukazali da je neophodno da se izvrši adekvatno projektovanje i evaluacija merdžera i akvizicija kao i primena adekvatne strategije postakvizicione integracije.

Utvrdili smo da je jedan od najčešćih razloga za neuspeh merdžera i akvizicija - u pogledu dostizanja projektovanih parametara - loše dizajnirana ili neadekvatna poslovna strategija banke. Strategijski plan banke morao bi da definiše načine i sredstva kojima će biti ostvareni strategijski ciljevi. Pokazali smo da je važno da program merdžera ili akvizicije bude u skladu sa korporativnom strategijom i da doprinosi realizaciji strategije razvoja banke.

Postavku da merdžeri i akvizicije vode povećanju ekonomske efikasnosti u postakvizicionom periodu treba uzeti sa određenom rezervom, jer empirijska istraživanja pokazuju da eksterni rast ne vodi uvek boljim performansama. Kod dosta visoke stope merdžera i akvizicija na evropskom sektoru finansijskih usluga (čak 60%), ne dolazi do realizacije projektovane sinergije i do očekivanih performansi. Stoga je od izuzetnog značaja, pored dobrog projektovanja merdžera i akvizicija, i uspešno upravljanje postakvizicionim procesom. Dok polaznu osnovu svake uspešne integracije predstavlja strategijska vizija post-M&A organizacije, program postakvizicione integracije je od ključnog značaja za uspešnu realizaciju svih aktivnosti neophodnih za ostvarenje projektovane sinergije. Da li će biti primenjen pristup postepenog ili skokovitog poboljšanja performansi nakon akvizicije, zavisi od konkretnih okolnosti i prethodnih performansi preuzete firme, odnosno od projektovanog poboljšanja performansi.

Kod ocene ostvarenih performansi merdžera i akvizicija između zapadnoevropskih banaka došli smo do zaključka da su *ove bankarske integracije vodile izvesnom povećanju profitabilnosti kod banaka akvizatora u postakvizicionom periodu*. Pokazano je da je u postakvizicionom periodu bila uspešnija strategija rezanja troškova nego strategija povećanja prihoda, što je bitno drugačije nego kod američkih banaka. Razlog je objašnjen time da su evropske banke bile manje efikasne u odnosu na američke banke, te da je postojalo više potencijala za realizaciju troškovnih efikasnosti.

Na osnovu istraživanja koja se odnose na postakviziciona poboljšavanja performansi banaka u M&A transakcijama između zapadnoevropskih banaka, došli smo do sledećih zaključaka:

- Kompanije akvizatori pokazuju veću profitabilnost i troškovnu efikasnost, kao i bolji profil rizičnosti u odnosu na ciljne kompanije.

- Kod akvizatora dolazi do unapređenja troškovne efikasnosti nakon transakcije, što implicira smanjenje troškova u poslovanju postakvizacionog entiteta.

- Nacionalne fuzije i akvizicije na planu zapadnoevropskih banaka su za akvizatore profitabilnije u odnosu na prekogranične dilove. Merdžeri koji su geografski bliže fokusirani više unapređuju performanse nego geografski udaljeniji dilovi.

- Merdžeri i akvizicije velikih banaka stvaraju veća poboljšanja performansi u odnosu na manje banke.

- Merdžeri i akvizicije fokusirane na određene aktivnosti stvaraju bolje performanse na nacionalnom novu, dok prekogranične transakcije pokazuju bolje performanse ukoliko su usmerene na diversifikovane aktivnosti.

Istraživanja su pokazala da su vrednosni efekti M&A transakcija između zapadnoevropskih banaka povoljniji nego odgovarajući efekti kod M&A transakcija američkih banaka. To je objašnjeno time da su zapadnoevropske bankarske integracije bile efikasnije sprovedene primenom adekvatnijih postakvizicionih strategija, što je dovelo do povoljnijih reakcija na tržištu kapitala.

Istraživanja o efektima akvizicija banaka u tranzicionim zemljama pokazuju veću efikasnost i profitabilnost stranih banaka kao akvizatora.

Naučni doprinos doktorske disertacije

Polazeći od osnovnog cilja ovog istraživanja - koji se odnosi na sprovođenje programa merdžera i akvizicija u kontekstu evropskog bankarskog sektora - smatramo da smo u disertaciji uspeli da potvrdimo osnovne hipoteze. Pokazali smo da postoje bitne razlike između merdžera i akvizicija u bankarskim sistemima razvijenih zemalja Evropske unije u odnosu na merdžere i akvizicije banaka u tranzicionim zemljama. Pored toga, pokazali smo da je za uspeh merdžera i akcizicija veoma bitno da se prethodno izvrši adekvatno projektovanje u cilju što preciznijeg utvrđivanja potencijalnih sinergija. Takođe smo pokazali koliko je za uspeh svakog projekta merdžera i akvizicija bitno da se na adekvatan način sprovede postakviziciona strategija. Ukoliko se na adekvatan način izvrši kako projektovanje, tako i postakviziciono restrukturiranje bankarskih institucija, šanse za uspeh u ovim rizičnim poduhvatima su bitno povećane.

Naučni doprinos doktorske distertacije takođe se sastoji u istraživanju i prezentaciji široke strane literature i prakse koje se odnose na sprovođenje programa merdžera i akvizicija u bankarskom sistemu EU, kao i u tranzicionim zemljama. Iz prezentacije stranih istraživanja mogli smo utvrditi u kojoj meri se ostvaruju projektovane sinergije merdžera i akvizicija i koji su glavni faktori neuspešnih dilova.

Takođe, smatramo da smo ostvarili određeni naučni doprinos u razmatranju značajnih metodoloških pitanja koja se odnose na utvrđivanje adekvatnosti koncentracije banaka sa

gledišta ostvarivanja politike konkurencije na bankarskom tržištu. Najzad, u disertaciji su razmatrana aktuelna pitanja regulacije i supervizije banaka - i posebno bankarskih grupa koje vrše prekogranične merdžere i akvizicije - i u tom smislu su zauzeti određeni stavovi.

Sadašnja globalna finansijska kriza, koja je preneta i na sektor evropskog bankarskog sistema, delovaće na dalji proces rekonfiguracije bankarskog sistema. Istraživanja u ovoj disertaciji vode ka zaključku da će biti potrebna ne samo kompletna revizija sistema regulacije i supervizije nego i da će doći do restrukturiranja banaka i bankarskog sistema. Očekuje se dalji proces stvaranja velikih bankarskih institucija, ali istovremeno i jačanje društvene odgovornosti banaka, s obzirom na veliku ulogu koju imaju u privredi.

LITERATURA

1. _____„EU ministers outline bank supervision shake-up“, www.reuters.com (pregledano 22.10.2008)

2. _____„Okrupnjavanja u bankarstvu: O složenosti veze između koncentracije i konkurencije u evropskome okviru“, *HUB analize*, br. 2, Lipanj 2007.

3. Aberg, L., Sias, D. L., „Timing postmerger IT integration“, *McKinsey on Finance*, Summer 2004.

4. Agresti, A. M., Baudino, P., Poloni, P., „The ECB and IMF Macro-prudential Analysis of the Banking Sector: A Comparison of the Two Approaches, *ECB Occasional Paper Series*, No. 99, November 2008.

5. Ahimud, Y., DeLong, G. L., Saunders, A., „ The Effect of Cross-Border Mergers on Bank Risk and Value“, March 2002., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294175 (01.12.2008.)

6. Albizzatti, N. J., Christofferson, S. A., Sias, D. L., „Smoothing postmerger integration“, *The McKinsey Quarterly*, September 2005.

7. Altunbas, Y., Gardner, E., Molyneux, P., Moore, B., Efficiency in European Banking, *European Economic Review*, 45 (10), 2001.

8. Altunbas, Y., Ibanez, D. M., „Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe: The Role of Strategic Similarities“, *ECB Working Paper Series No. 398*, October 2004.

9. Antić, B. „Evropska bankarska konsolidacija“, *Bankarstvo*, 9/10, 2007.

10. Antoniou, A., Arbour, P., Zhao, H., „Measuring the Economic Gains of Mergers and Acquisitions: Is it Time for a Change?“ September 2006., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=579841 (pregledano 12.12.2008.)

11. Ashenas, R. N., Demonaco, L. J., Fransis, L. C., „Making the Deal Real“, *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Press, 2001.

12. Ashkenas, R. N., Francis, S.C., „Integration Managers – Special Leaders for Special Times“, *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Press, 2001.

13. Ashton, J., Pham, K., „Efficciency and Price effects of Horizontal Bank Mergres“, *CCP Working Paper* 07-9.

14. Ayadi, R., Arnaboldi, F., „Banking Mergers and Acquisitions’ Performance and Executive Compensation in Europe“, 2007.

15. Ayadi, R., Pujals, G., „Banking mergers and acquisitions in the EU: Overview, assessment and prospects“, SUERF -The European Money and Finance Forum, Vienna, 2005.

16. Beard, M., Boyd, L., Fix Conti, S., *M&A Integration: CEO's field guide to the art and process of effective merger integration,* Professional Growth Press, 2007.

17. Beccalli, E., Frantz, P., „M&A operations and performance in banking", *Conference on „Mergers and acquisitions of financial institution*", Washington, November 2007.

18. Behr, A., Heid, F., „The success of bank mergers revisited – an assessment based on a matching strategy", Deutsche Bank *Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies* No 06, 2008.

19. Beitel, P., Schiereck, D., „Value Creation at thg ongoing consolidation of the European banking market", Institute for Mergers and Acquisitions, *Working Paper No. 05,* 2001.

20. Beitel, P., Schiereck, D., Wharenburg, M., „Explaning the M&A success in European bank mergers and acquisitions, 2003. www.finance.uni-frankfurt.de/wp/353.pdf

21. Benedeck, Y., Waller, E., „Bank Acquisition Annoucements and Intra-Industry Effects", *Journal of Business and Economics Research* vol. 5, no.7, July 2007.

22. Bennis, W., Mische, M., *The 21st Century organization: reinventing throurg reengineering*, Jossey&Bass Publishers, 1997.

23. Berger, A., DeYoung, R., Genay, H., Udell, G. „Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance", *FRB Chicago Working Paper No.25, 1999.*

24. Berger, A., DeYoung, R., Udell, G., „Efficiency Berriers to the Consolidation of the European Financial Services Industry", *European Financial Management* 6, 2000.

25. Bikker, J. A., Groeneveld, M. J., „Competition and Concentration in the EU Banking Industry", De Nederlandsche Bank, *Research Series Supervision* no. 8, June 1998.

26. Bikker, J. A., Haaf, K., „Measures of Competition and Concentration in the Banking Industry", Central Bank of Netherlands, 2002.

27. BIS, „Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies", 2004.

28. BIS, Principles for home-host supervisory cooperation and allocation mechanisms in the context of Advanced Measurement Approaches (AMA), Basel Committee on Banking Supervision, February 2007.

29. Block, S., „Bank Mergers and Valuation: An Empirical Study", *Bank Account and Finance*, Dec. 2006 – Jan. 2007.

30. Bogaard, H., „Structural Economic Change and Foreign Acquisition", November 2008., http://www.fma.org/Reno/Papers/Structural_Change_Foreign_Acquisition.pdf

31. Bohl, M., Havrylchy, O., Schiereck, D., „Foreign Acquisitions and Industry Wealth Effects of Privatisation: Evidence from the Polish Banking Industry“, International University Schloß Reichartshausen, *Working Paper Series No. 10-2004*, August 2004.

32. Bonin, J., Hasan, I., Watchel, P., „Banking in Transition Countries“, *BOFIT Discussion Papers 12*, 2008.

33. Borchgrevnik, H., Moe, T. G., „Management of financial crises in cross-border banks“, Nordges Bank, *Economic Bulletin* Q4, 04/2004.

34. Bruner, R. F., „Does M&A pay? A Survey of Evidence of the Decision Maker“, 2001., www.darden.virginia.edu/batten/pdf/WP0009.pdf

35. Bruner, R. F., Perella, J. R., *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley &Sons, Inc., 2004.

36. Campa, J. M., Hernando, I., „M&As performance in the European financial industry“, *Journal of Banking & Finance,* vol 30 issue 12, 2006.

37. Canals, J., *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford University Press, 1997.

38. Capaldo, A., Cogman, D., Suonio, H., „What's different about M&A in this downturn“, *McKinsey on Finance,* Number 30, Winter 2009.

39. Carletti, E., Hartmann, P., Ongena, S., „The Economic Impact on Merger Control: What is special about banking?“, European Central Bank, *Working Paper Series* No. 786, July 2007.

40. Carletti, E., Ongena, S., „Cross-Border Banking and Competition Policy“, ECB, *Research Bulletin*, No. 4, April 2006.

41. Cervellati, E., „Financial Regulation and Supervision in EU Countries“, 2003. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=391998 (pregledano 01.11.2008.)

42. Cervellati, E., Fioriti, E., Financial Supervision in EU Countries, 2006., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=873064 (pregledano 25.10.2008.)

43. Cetorelli, N., „Competitive analysis in banking: Appraisal of the methodologies“, Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, prvi kvartal 1999. godine

44. Chocqueel – Mangan, J., "Creating the Strategy Focused Bank", *A Discussion Documen* February 2003. www.tylermangan.com/presentations/First_Euro_Case_Study.ppt (pregledano 14.01.2009.)

45. Claessens, S., Laeven, L., „What Drives Bank Competition? Some International Evidence“, *The World Bank Policy Research Working Paper* 3113, August 2003.

46. Cleassens, S., Current Challenges in Financial Regulation, The World Bank, *Policy Research Working Paper Series* 4103, 2006.

47. Coeurdacier, N., De Santis, R. A., Aviat, A., „Cross-Border Mergers and Acquisitions: Financial and Institutional Forces, *ECB Working Papers*, No. 1018, March 2009.

48. Commission of the European Communities, *Commission Staff Working Document*, European Financial Integration Report, 2008.

49. Cornett, M., McNutt, J., Tehranian, H., „Perfromanse Changes Around Bank Mergres: Revenue Enhancements versus Cost Reductions“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 4, June 2006.

50. Correa, R., „Cross-border Bank Acquisitions: Is there a Performance Effect?“, March 2008., http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1115820 (pregledano 01.12.2008.)

51. Cybo-Ottone, A., Murgia, M., „Mergers and Shareholder Wealth in European Banking“, *Journal of Banking and Finance*, vol. 24 issue 6, 2000.

52. Ćirović, M., *Bankarstvo*, drugo inovirano izdanje, European Centre for Peace and Development, Beograd, 2006.

53. Ćirović, M., *Finansijski menadžment*, Naučno društvo Srbije, Beograd, 2008.

54. Ćirović, M., *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004.

55. Darmine, J., „European Banking: Past, Present and Future“, *The Transformation of the European Financial System – Conference Paper*, 2002.

56. DePamphilis D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Third Edition, Elsevier Academic Press, 2005.

57. Dermine, J., „The Economics of Bank Mergers in the European Union“, *Review of the Public Policy Issues*, Maj 1999.

58. Đukić, Đ., Hanić, H., redaktori, Zbornik radova *Privatizacija banaka u Srbiji*, Institut ekonomskih nauka, Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije, Beograd, 2005.

59. ECB, *Banking Structures in the New EU Member States*, January 2005.

60. ECB, *EU Banking Structures*, 2008.

61. ECB, *Financial Integration in Europe*, March 2007.

62. ECB, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications*, December 2000.

63. Eccles, R. G., Lanes, K. L., Wilson, T. C., “Are you paying too much for that acquisition?”, *Harvard Business Review*, July-August 1999.

64. Fillipaki, N., Staikouras, C., „Competition and Concentration in the New Europe Banking Landscape“, *European Financial Management*, Vol. 12, No. 3, pp. 443-482, June 2006.

65. Financial Services Management Report: Mergers and Acquisitions in European Financial Services, *Business Insights,* November 2004.

66. Focarelli, D., Panetta, F., „Are banks beneficial for customers?“ *Banca d'Italia*, No. 448, 2002.

67. Focarelli, D., Pozzolo, A., „The patterns of cross-border bank mergers and shareholding in OECD countries“, *Journal of Banking & Finance*, vol. 25, issue 12,2001.

68. Focarelli, D., Pozzolo, A., „Where Do Banks Expand Abroad?“, *Journal of Business,* vol. 78, br. 6, 2005.

69. Frankel, Michael E.S., *Mergers and Acquisitions Basics, The key steps of Acquisitions, Divestitures, and Investments,* John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

70. Fritsch, M., Gleisner, F., Holzhauser, H., „Bank M&A in Central and Eastern Europe“, 2007. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=966294 (pregledano 18.07.2008.)

71. Fubini, D. G., Price, C., Zollo, M., The elusive art of postmerger leadership, *The McKinsey Quarterly*, Number 4, 2006.

72. Galpin, T. J., *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions,* Jossey-Bass Business & Management Series, 2000.

73. Gaughan, P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings,* Third Edition, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002.

74. Gertsen, M.C., Soderberg A., Torp, J.E., *Cultural Dimensions of International Mergers and Acquisitions,* Walter de Gruyter, Berlin, 1998.

75. Gilson, S. C., *Creating Value through Corporate Restructuring, Case Studies in Bankruptcies, Buyouts, and Breakups,* John Wiley &Sons, Inc, New York, 2001.

76. Group of Ten, *Report on Consolidation in the Financial Sector*, 2001.

77. Hadžić, M., *Bankarstvo*, Univerzitet Singidunum, Beograd, 2007.

78. Hagendorff, J., Keasey, K., „Post-Merger Strategy and Performance: Evidence from US and European Banking Industries“, *European Financial Management Association 2009 Annual Meeting Paper,* 2009.

79. Hammer, M., Champy, J., *Reengineering the Corporation – A Manifesto for Business Revolution*, 1997.

80. Hannan, T., Pilloff, S., Acquisitions Targets and Motives in Banking Industry, Finance and Economics Disscussion Series, Federal Reserve Board, Washington D.C., *Staff working papers* 40, 2006.

81. Hardy, D. C., „A European Mandate for Financial Sector Supervisors in the EU“, *IMF Working Paper* 09/5, January 2009.

82. Harisson, J. S., *Strategic Management of Resources and Relationships*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2003.

83. *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Press, 2001.

84. Heffernan, S., *Modern Banking*, John Wiley & Sons, 2005.

85. Hitt, M.A., Ireland, R.D., Hoskisson, R.E., *Strategic Managenemt, Competitiveness and Globalisation*, Thomson South-Western, 2003.

86. IMF, „Financial Sector Consolidation in Emerging Markets“ (ch. V), *International Capital Markets*, August 2001.

87. IMF, „The Role of Foreign Bank in Emerging Markets“ (ch. IV), *International Capital Markets*, 2000.

88. IMF, *International Capital Markets*, avgust 2001.

89. James, M., Koller, T., „Valuation in Emerging Markets“, *The McKinsey Quarterly* No. 4, 2000.

90. Jansen, D., de Haan, J., „Increasing concentration in European banking: a macro-level analysis“, De Nederlansche Bank, *Research Memorandum WO* no. 743, spetembar 2003.

91. Jenkins, P. J., Lancellotti, R., Schein, O., Merging bank operations across borders, *Mckinsey on IT*, winter 2006.

92. Kaplan, R. S., Norton, D. P., *The Strategy-Focused Organization*, Harvard Business School Press, 2001.

93. Keeton, W., „The Transformation of Banking and Its Impact on Consumers and Small Business“, FRB of Kansas City, *Economic Review, First quarter*, 2001.

94. Koch, T., MacDonald, S., *Bank Management*, 5e, Thomson South-Western, 2003.

95. Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, John Wiley & Sons, Inc., 2005.

96. Kotter, P. J., *Leading Change*, Harvard Business School Press, 1996.

97. Lajoux, A. R., *The Art of M&A Integration*, McGraw Hill, 2006.

98. Lenz, R., „The Logic of Merger and Acquisition Pricing“, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1019049, 2008.

99. Lesnik, R., Maslennikova, I., „Value Performance of European Bank Acquisitions“, *Applied Financial Economics*, vol. 8, issue 3, 2008.

100. Lindblom, T., von Koch, C., „Cross-Border Bank Mergers and Acqusitions in the EU“, *The Service Industries Journal*, Vol. 22 No.4, October 2002.

101. Livingstone, J., Grossman, T., *The Portable MBA in Finance and Accounting*, Third Edition, John Wiley &Sons, Inc, New York, 2002.

102. Loughran, T., Vijh, A. M., “Do Long Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?”, *Journal of Finance* 52, 1997.

103. Mašić, B., redaktor, „Metode radikalnih promena u preduzećima“, Zbornik radova *Metode radikalnih promena u organizacijama*, Univerzitet Braća Karić, 2004.

104. Mašić, B., *Strategijski menadžment: proces i koncepti*, Univerzitet Sinergija, 2007.

105. Meyer, K., „Management Challenges in Privatization Acquisitions in Transition Economies“, *Journal of World Business*, 37, no. 4, 2002.

106. Miller, M., Modigliani, F., “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares” *Journal of Business* vol. 34, no. 4, 1961.

107. Milisavljević, M., *Savremeni strategijski menadžment*, Megatrend univerzitet primenjenih nauka, 2005.

108. Mishkin, F. S., *Monetarna ekonomija, bankarstvo i finansijska tržišta*, 7. izdanje, Data status, Beograd, 2006.

109. Monitoring Progress in EU Pridential Supervision, *A Report by The EFR*, September 2007. www.efr.be (pregledano 11.11.2008.)

110. Mullineux, A.W., Murinde, V., *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing, 2003.

111. Parry, R., „Financial Globalization and International Financial Institutions: Principles and Parallels“, *European Banking and Financial Forum „Our Europe, or Their Europe, or Whose Europe?“*, Prague, march 2000.

112. Pascale, R., Athos, A, *The Art of Japanese Management*, Penguin, New Ed edition, 1986.

113. Pautler, A., Evidence on mergers and acqusitions, Federal Trade Commission, *Working papers* No. 243, 2001.

114. Pawlowska, M., „Competition, Concetration, Efficiency, and their Relationship in the Polish Banking Sector“, National Bank of Poland, *Matrialy I Studia Paper* No. 32, 2005.

115. Peters, T. J., Waterman Jr., G. H., *In Search of Excellence: Lessons form America's Best-Run Companies*, Harper Collins Publishers, 1992.

116. Pilloff, S.J., „Bank Merger Activity in the United States, 1994-2003“, *Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Study* 176, May 2004.

117. Pozzolo, A., Focarelli, D., „Cross-Border M&A's in the Financial Sector: Is banking Different from Insurance?“, *Journal of Banking & Finance*, vol. 32 issue 1, January 2008.

118. PricewaterhouseCoopers, „European banking consolidation“, April 2006.

119. PricewaterhouseCoopers, „From uncertainty to opportunity“, FS M&A in Europe's developed and developing markets, March 2008.

120. PricewaterhouseCoopers, „Going for growth in Europe“, *Financial Services M&A*, April 2007.

121. Quiry, P., Dallocchio, M., Le Fur, Y., Salvi, A., *Corporate Finance, Theory and Practice*, John Wiley &Sons, Inc., 2005.

122. Rappaport, A., Sirower, M. L.,“Stock or Cash?: The Trade – offs for Buyers and Sellers in Mergers and acquisitions”, *Harvard Buseiness Review on Mergers and Acquisitions*, 2001.

123. Recklies, O., *Vision as Key Factor in Marger Processes*, www.manager.org, 2001.

124. Rezaee, Z., *Financial Institutions, Valuations, Mergers, and Acquisitions*, Wiley & Sons, Inc., 2001.

125. Rose, P., Hudgins, S., *Bankarski menažment i finansijske usluge*, Data status, Beograd, 2005.

126. Schoenmaker, D., van Laecke, C., Current State of Cross-Border Banking, *FMG Special Papers* No. 168, November, 2006.

127. Shelton, L. M., „Strategic business fit and corporate acquisitions“, *Strategic Management Jornal* 9, 1988.

128. Shelton, M. J., „Managing your integration manager“, *The McKinsey Quarterly – Special Edition: The Value in Organization*, 2003.

129. Sherman, A. J., Hart, M. A., *Mergers & Acquisitions from A to Z*, AMACOM, American Management Association, 2006.

130. Sobek, O., Bank mergers and acquisitions, Narodna Banka Slovenska, BIATEC, ročnik 8, 12 / 2000.

131. Stanišić, M., Stanojević, Lj., *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, 2007.

132. Stoner, J. F., Freeman, R. E., Gilbert, D. R., *Management*, Prentice Hall, 1995.

133. Stubos, G., Tsikripis, I., Regional Integration-Challenges in South East Europe: Banking Sector Trends, *Bank of Greece Working paper* No. 24, Jun 2005.

134. Sudarsanam, S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, FT Prentice Hall, 2003.

135. The haureka! Project, Post-Merger Integration Bank Austria/Creditanstalt, *Financial Services – Banking*, Accenture, 2001.

136. Thompson, A. A., Strickland III, A.J., *Strategic Management: Concepts and Cases*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2004.

137. Tillinghast – Towers Perrin, "Due Diligence: Truth or Consequences in Mergers and Acquisitions", 2000.

138. Tillinghast – Towers Perrin, M&A Imperatives: Six Aspects of Successful Mergers and Acquisitions, 2001.

139. Uhlaner, R. T., West, A. S., Running a winning M&A shop, *McKinsey Quarterly*, March 2008.

140. Walter, I., *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why*, Oxford University Press, 2004.

141. Weber, J., *A Leader's Guide to Understanding Complex Organizations: an Expanded 7-S Perspective*, Darden Business Publishing, 1998.

142. Weill, L., „Is There a Gap in Bank Efficiency between CEE and Western European Countries?", *Comparative Economic Studies*, vol. 49, issue 1, 2007.

143. White, W., „Are changes in financial structure extending safety nets?", *BIS Working Papers* No 145, January 2004.

144. Williams, J., „The search for value: cross-border bank M&A in emerging markets", *Comparative Economic Studies*, June 2008.

145. Wood, M., „Seven Habits of Highly Efficient Banks", *Journal of Performance Management*, January 2007.

146. Wymeersch, E., The future of financial regulation and supervision in Europe, 2005. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=728183 (pregledano 21.10.2008.)

147. Wymeersch, E., The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors, 2006. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=946695 (pregledano 01.11.2008)

148. Yildirim, S. H., Philippatos, G. C., „Competition and Contestability in Central and Eastern European Banking Markets“, *Managerial Finance,* Vol. 33, No. 3, 2007.

Internet izvori:

149. www.bis.org
150. www.ec.europa.eu
151. www.ecb.com
152. www.efr.be
153. www.imf.org
154. www.m&areview.com
155. www.m&astate.com
156. www.margerstat.com
157. www.mckinsey.com
158. www.mergersunleashed.com
159. www.nbs.rs
160. www.oecd.org
161. www.pwcglobal.com
162. www.reuters.com
163. http://papers.ssrn.com
164. www.efmaefm.org
165. www.questia.com
166. http://www.unicreditbank.ee
167. www.manager.org
168. www.darden.virginia.edu